全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李娟 张然◎编著

解密私募

——中国私募的赢利模式和策略



在企业发展的征途中，是什么悄悄握住了企业的命脉？
在市场经济的浪潮中，又是什么在翻手为云覆手为雨？

一种笼络资金的手段
一棵企业眼中的摇钱树
一种玩转金钱的方式
一个市场经济催生出的新生儿
它以金钱为王牌
以暴利为诱饵
引诱着人们欲罢不能
金钱铸就了它财大气粗的身段，为它染上了一身霸劣之气
看清私募的面目，认清私募的本性
让这强大的利器为我们所用



電子工業出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
http://www.phei.com.cn

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户



解密私募

——中国私募的赢利模式和策略

李娟 张然◎编著

電子工業出版社
Publishing House of Electronics Industry
北京·BEIJING

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和
理想藏书55188

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。
版权所有，侵权必究。

图书在版编目（CIP）数据

解密私募：中国私募的赢利模式和策略/李娟，张然编著.—北京：电子工业出版社，2012.8

ISBN 978-7-121-17304-2

Ⅰ. ①解… Ⅱ. ①李… ②张… Ⅲ. ①基金—投资—研究—中国 Ⅳ. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字（2012）第121358号

策划编辑：韩 龙
责任编辑：周宏敏 文字编辑：施易含
印 刷：
装 订：三河市鑫金马印装有限公司
出版发行：电子工业出版社
北京市海淀区万寿路 173 信箱 邮编 100036
开 本：720×1000 1/16 印张：16.5 字数：268 千字
印 次：2012 年 8 月第 1 次印刷
定 价：38.00 元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售缺，请与本社发行部联系，联系及邮购电话：(010) 88254888。

质量投诉请发邮件至zlts@phei.com.cn，盗版侵权举报请发邮件至dbqq@phei.com.cn。

服务热线：(010) 88258888。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

对于世界几百年的经济发展历史来讲，私募基金是一个新生的力量。1976年的一天，美国的华尔街像以往任何一个普通的日子一样热闹而嘈杂。只是在这一天，华尔街著名的贝尔斯登投资银行旗下的三名投资银行家合伙成立了KKR投资公司，这家公司产生了一种新的投资模式，它主要从事的是并购业务。很多个普通的日子过去以后，这个公司的投资模式走向了全世界，缔造出私募股权投资基金的庞大帝国。

全球经济的稳定发展为私募基金的成长提供了温床，在合适的经济条件下私募基金的数量和规模以每年20%的速度大幅增长，发展到如今阶段，全球已存在数千家的私募股权投资公司，基金的总额超过了十万亿美元。在我国，私募基金虽说只经历了短短二十年的发展历程，但基金总额也达到了一万亿元人民币，已经成为证券市场中不可忽视、不可小看的力量。私募基金在我国的不断发展和成长，促使我们国家建立了公开化的、以各种方式出现的私募基金，同时也出现了以委托理财等各种不明朗的方式出现的私募基金，甚至有一些人打着私募的大旗，暗地里却在进行非法集资的“假私募”。

为了保障投资者的合法利益，也为了给私募基金的顺利发展营造一个良好的环境，2006年8月27日，我国在全国人民大会上通过了《合伙企业法》，使得公司制组织的私募基金合法地存在，它的发展在我国没有了法律障碍。

私募在我国是受到严格限制的，因为它很容易发展成“非法集资”。判定合法私募和非法集资的标准就是：集资行为是否面向一般大众，在这个过程中资金的所有权是否发生了转移。如果募集对象的数量超过了50人，并且资金转移到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人账户，则会被认定为非法集资。非法集资属于严重的经济犯罪行为，当事人要承担很严重的刑事责任，甚至会招致死刑。在私募基金的发展过程中，因为非法集资而付出了生命的案例在国内外都有先例。

在国外，私募股权投资基金经过了三十多年的发展，已经成为除了银行次贷和公开募股之外最重要的一种融资手段。国外的私募股权投资基金规模十分庞大，投资涉及社会发展的各个领域，资金也拥有各种各样的来源方式，参与基金的机构复杂多样。在西方国家，私募股权投资占到了国内生产总值的4% ~ 5%，私募基金对于国家的影响和发展力可想而知。迄今为止，全球拥有的私募股权基金投资公司已经达到数千家，黑石集团、KKR、凯雷投资集团、贝恩投资公司、高盛集团、美林投资银行等机构都是这其中的佼佼者。它们掌握着庞大的金钱力量，是国家经济发展的一根重要命脉。

2006年，全球私募股权基金在资本市场上募集到的资金总额达到了2150亿美元，私募股权投资基金的投资额则达到了7380亿美元，其中单笔交易数额在100亿美元以上的股权交易数量多达9个，这个数据与2005年相比增长了一倍。这也正说明了私募股权基金已经成为世界经济发展中极为重要的一个角色，它所拥有的市场视野是无与伦比的，它所拥有的产业运作经验能够帮助市场经济的成熟和稳步发展。

在私募参与到我国的经济发展中的时候，无论是企业家、投资者，还是经济学家，都必须对私募有一个深入的了解，才能够迎接好每一次挑战，百战不殆。本书从私募最基本的常识说起，即使您是一个对私募毫无了解的人，也可以读懂这本书并从中获益；如果您是投资者或企业家，那么您更应该选择手中这本书，它将会带您走进一个精彩绝伦的私募世界！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

2008年华尔街金融风暴，在美国的次贷危机不断扩散和恶化的时候，我国相对稳定的市场吸引了国外很多私募投资基金的眼光。“私募”顿时成为炙手可热的一个词汇，不断引发新的市场投资热潮，为企业创造着投资传奇。

当国际私募基金的脚跨进中国国门的时候，一些企业便开始热烈地追捧它们。因为资金的稀缺会限制企业的发展，几乎所有的企业都以能够获得私募基金的投资为荣，似乎有了私募基金的青睐，企业就能发展得更加顺利。随着经济的发展和中国市场的成熟，私募基金也在不停地成长，它有了自己的规模和规则，企业家们也在这个过程中变得理性，不再盲目追求金钱的最大化。

最初企业家在受到私募基金的青睐时会觉得狂喜甚至还有些受宠若惊，此时却意识到资金的短缺不是限制企业发展的因素，更重要的是企业本身所具有发展空间和好的发展项目。冷静下来的人们无论是对于资本市场还是私募基金的看法都有了不同程度的了解和认识，对于企业的发展也有了更加成熟的看法。本书在揭开私募的神秘面纱的同时，可以为企业家提供选择私募基金的参考，作为进行私募投资的指南，从而做出明智的选择，推动企业的经济发展。

国际私募基金无处不在，中国也成为国际私募基金中最为活跃的一分子。数据显示：2005年，外国企业在我国达成的私募股权投资交易数量在120笔以上，交易总金额超过了33亿美元；2006年，外国企业在我国的交易数量增长到了141笔，交易总额更是达到了69亿美元。

随着我国经济发展速度的加快，国际私募股权基金在我国投资的规模越来越大，涉及范围也越来越广，行业跨度也达到了前所未有的高度，房地产业、金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业、制造业、IT行业、医药卫生、电信、服装业等诸多行业都被私募股权基金席卷而过。随着我国私募股权基金法律环境的完善，经济环境的不断发展、社会环境的良好条件和人力资源的充分，一定会有更多的国际私募股权基金进入我国，推动我国经济迎来新的发展高峰。

面对着国际私募基金的汹涌来势，我国经济的发展和企业的需求都需要有更大的上升空间，但从我国目前市场经济的发展水平来看，显然远远不能满足企业的各种需求。要改变这种状况，我们必须研究私募股权基金，将其合理地纳入到我国的资本市场中来，让其作用能够得到最大范围的发挥。这就要求我们对于私募基金要有充分的认识和深入的研究，从而在引入国际资本的过程中更好地发展我国的经济。对于一个企业家来讲，了解这些是非常有必要的，本书在此也可以作为一本教材，相信您阅读了之后，会对私募有更加深入的了解，在投资理财方面也会有更深刻的体会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录
Contents

1

第一章 从硅谷走向华尔街——认识私募股权基金

1. 另类金融模式的出现 / 2
2. 华尔街喧嚣背后的私募股权投资 / 4
3. ARD和DEC的财富神话 / 7
4. 从硅谷教练到华尔街收购之王 / 9
5. 熟练的杠杆收购手段 / 11
6. 败走麦城遭打击：财富神话不再 / 14
7. 宇宙之王归来：后金融危机时代的私募股权基金 / 17
8. 私募股权投资：农耕还是狩猎 / 19

23

第二章 横行掠夺者还是勇敢开拓者——私募在中国市场

1. 国外大基金在中国的“试水”及发展 / 24
2. 我国诞生本土大型基金 / 27
3. 日渐成熟的组织形式 / 29
4. 新合伙企业法带来机遇 / 32
5. 创业板市场带来的财富效应 / 34
6. 从全民炒房到全民PE / 37
7. 现在的私募股权基金还能玩吗 / 40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

43

第三章 私募股权基金的理想模式——有限合伙制

1. 有限合伙制：美国私募股权基金的主流组织模式 / 44
2. 有限合伙制的起源及发展 / 46
3. 有限合伙人和普通合伙人的权利和义务 / 49
4. 有限合伙人的构成 / 53
5. 我国有限合伙制度存在的不足 / 55
6. 我国有限合伙制度完善的建议 / 58
7. 附录：私募股权基金有限合伙协议（范本）/ 61

77

第四章 橄榄枝诱惑和迷魂药勾引——企业引入私募融资

1. 何利可图：企业创业时的私募融资 / 78
2. 大手拉小手：企业上市后的私募融资 / 81
3. 火眼金睛：谨防融资诈骗 / 84
4. 深思熟虑：挑选适合的私募基金 87
5. 你来了，我走了：创业者的艰难选择 / 89
6. 门口的野蛮人：你愿意接纳他吗 / 93
7. 商业计划书：哪些是私募投资所关注的 / 95
8. 名正言顺的第三者：中介机构的适当介入 / 99

103

第五章 竹篮打水和满载而归——私募的投资技巧

1. 大佬们的精挑细选：选择投资对象 / 104
2. 艰难的取舍：商业模式还是管理团队 / 107
3. 投资中的大风险：信息不对称 / 110
4. 细节中的魔鬼：周密的尽职调查 / 112
5. 花样繁多的幕后：投资中的估值技巧 / 115

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 功夫老练在台前：玩转手中的投资工具 / 118
7. 天堂还是地狱：对赌协议 / 121
8. Pre-IPO项目：私募股权基金的中国盛宴 / 124

127
第六章 阔佬们的玩命游戏——私募投资的风险规避
1. 机遇与风险并存：没有稳赚不赔的生意 / 128
2. 私募的“风险”投资本性：风险无处不在 / 130
3. 系统的制度设计：把风险降到最低 / 133
4. 详细的财务审查：谨防财务骗术 / 135
5. 计划完美才能决胜千里：完善交易策略 / 138
6. 和聪明人做事：选择正确的合作伙伴 / 140
7. 有效的监督：不能让马儿脱缰 / 143
8. 适度监管：行业健康发展的保障 / 146

149
第七章 你们无法阻挡我的魅力——私募创造的价值
1. 给企业带来的不仅仅是钱 / 150
2. 危难中的帮扶：挽救财务困难的企业 / 153
3. 听我的没错：私募重整企业的策略 / 155
4. 珠联璧合：私募股权基金在战略收购中的作用 / 158
5. 资本市场的“奇异”之花 / 161
6. 清除缠绕的藤蔓：私募可以优化企业结构 / 164
7. 我可是无所不能的：对行业进行整合投资 / 167
8. 从技术到商业：创业投资是如何塑造硅谷的 / 170

173
第八章 惊险的一跳——私募的目标只有公开上市
1. 孩子养大要放手：投资的目的是退出 / 174

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 条条大路通罗马：私募股权基金的退出方式 / 176
3. 创业板市场：私募股权基金退出的黄金水道 / 179
4. OTC市场：不可或缺的退出渠道 / 183
5. 境外上市：中国私募的另类选择 / 187
6. 做人不能太贪心：适时出售股权 / 191
7. 放眼全球：全球范围的收益情况 / 193

197
第九章 传奇是这样缔造的——私募的神话故事
1. 软银和pplive的甜蜜往事 / 198
2. 深圳创新投与潍柴动力：机遇险些失之交臂 / 201
3. 私募投资蒙牛：完美的结局 / 204
4. 凯雷的风光：投资携程旅行网 / 207
5. 3i公司：草原上又发现一颗新星 / 210
6. 软银在盛大网络的完美退出 / 212
7. 华平对汇源的始乱终弃：看不到回报就要适时退出 215
8. 不是所有人都在笑：PPG服装网络直销公司的倒下 / 219

223
第十章 创造的不只是神话——私募在中国的前行之路
1. 爱你没商量：充分认识PE在我国经济发展中的战略意义 / 224
2. 春暖花开：有利于私募成长的现实环境 / 228
3. 终于写就的神话：中国本土强势的私募公司 / 231
4. 遍地荆棘：私募在中国发展中遇到的障碍 / 236
5. 当前PE的冷思考：对策 / 242
6. 对私募股权基金监管 / 246
7. 政府在推进私募股权基金发展中的作用 / 248

参考书目 / 252

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

从硅谷走向华尔街
——认识私募股权基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募是当今国际金融市场上最为活跃的资金集团之一。它蒙着暴利和神秘的面纱，掌握着无穷的金融力量，在市场中时时兴风作浪，展示着自己牵一发而动全身的经济力量，炫耀着它无可替代的地位。无论是在金融危机的风口浪尖，还是在各大小企业的追名逐利中，私募所具有的市场号召力和凝聚力，都让我们切实感受到了它所蕴涵的巨大的财富能量。

1. 另类金融模式的出现

每个国家和民族都在苦苦追寻强国富民的道路，但敢问路在何方？理性的思考，无论是从历史的维度还是逻辑的推理，拥有强大的资本市场都是实现富国强民的重要途径。人类经济发展史昭示，世界性大国的建立与其资本市场的发展程度呈正相关。但资本在任何一个国家都是稀缺的资源，尤其是中小企业发展过程中更面临着这一困境。私募股权基金（PE），作为整个资本市场的重要组成部分，它隐藏在喧嚣的证券市场背后，蒙着神秘的面纱，世人对其了解不多，但私募股权基金却已呼风唤雨，成为影响资本市场的一支重要力量。

认识私募股权基金

私募股权基金是“另类金融”家族的一枝奇葩。所谓另类金融，是指在股票、债券及期货等公开交易平台之外的投资方式。私募股权基金是指通过私募形式对非上市企业进行权益性投资的基金。广义的私募股权投资涵盖企业首次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好股票网

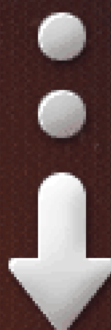


好股票网免费提供股票软件、股票电子书、股票公式下载

点击立即进入好股票网



向 下 拖 动 看 书 学 习



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公开发行前各阶段的权益投资，即对处于种子期、初创期、扩展期、成熟期和Pre-IPO各个时期企业所进行的投资，相关资本按照投资阶段可划分为创业资本（Venture Capital）、发展资本（Development Capital）、并购基金（Buyout/Buyin Fund）、夹层资本（Mezzanine Capital）、重振资本（Turnaround），Pre-IPO资本（如Bridge Finance）等。狭义的私募股权投资主要指对已经形成一定规模的，并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权投资部分，是指创业投资后期的私募股权投资部分，如图1-1所示。并购基金是专注于对目标企业进行并购的基金，其投资手法是，通过收购目标企业股权，获得对目标企业的控制权，然后对其进行一定的重组改造，持有一定时期后再出售。夹层资本（Mezzanine Capital）是收益和风险介于企业债务资本和股权资本之间的资本形态，本质上是长期无担保的债权类风险资本。当企业进行破产清算时，一般债权人首先得到清偿，其次是夹层资本提供者，最后是公司的股东。因此，对于投资者来说，夹层资本的风险介于债权和股权之间。在中国，私募股权投资多指狭义的概念。

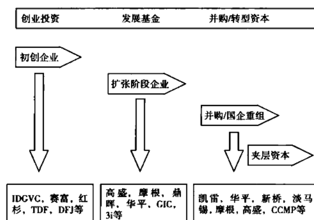


图1-1　私募股权基金的构成

私募是相对于公募而言的。公募融资是指通过证券市场向不特定公众投资者募集资金的行为，投资者的权益凭证是股票或者债券，在证券市场上公开进行交易，公众化程度比较高，大家都比较熟悉。私募融资是融资方与特定投资者通过一对一协议的方式完成的资金募集行为，不通过证券市场，受到的监管较少，投资方式灵活多样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权基金的类型

在私募股权投资家族中，又可以大致分为三种类型：私募股权基金，是以专业化管理的基金形式开展的私募股权投资，其资金一般来源于机构投资者或富裕个人投资者，由股权投资专家募集资金成立基金，向非上市企业进行股权投资，再通过各种方法使投资对象增值，最后择机退出，管理过程可以概括为“融、投、管、退”；另一类是附属于大公司的私募股权投资机构，其资金主要来自于母公司，是母公司集团战略的组成部分；还有一类是最不为人所知的私募股权投资行为，即天使投资，是由富裕个人直接对非上市企业的股权投资。本书所讨论的主要是第一类私募股权投资活动。

2. 华尔街喧嚣背后的私募股权投资

私募的财富神话从华尔街开始

华尔街是纽约市曼哈顿区南部一条大街的名字，长不超过1600多米，宽仅11米。这条街上的联邦厅曾是美国第一届国会所在地，首任总统华盛顿就是在这里宣誓就职的。但是，华尔街作为政治中心只是短暂的一瞬，而作为金融中心却一直辉煌夺目。华尔街集中了纽约证券交易所、美国证券交易所、多家投资银行、信托公司、联邦储备银行、各公用事业和保险公司的总部及美国洛克菲勒财团、摩根财团等，是美国乃至世界的金融、证券交易中心，是一个高浓缩的金融“巨子”，全纽约50多万金融业员工，华尔街就占了10多万人。

在华尔街这条窄小而拥挤的街道上，每天都上演着金融市场上的激烈博弈，华尔街的一举一动牵动着全世界金融市场的神经。华尔街以其魔幻般的巨大威力，对世界经济产生着巨大的影响。在这里，不知有多少人一夜暴富跨入金融巨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子的行列，也不知有多少知名企业家一夜之间从这里破产身亡。这是天堂与地狱的交汇处，也是魔鬼与天使的聚集地。

华尔街是美国证券市场的代名词，是金融垄断资本的代名词。提到华尔街，人们自然会联想到它的热闹与喧嚣，它的斗争与诱惑以及人性的贪婪与恐惧。尽管我们通过华尔街知道了私募股权基金的神奇，通过华尔街看到了私募股权基金的财富神话，通过华尔街领略到了私募股权基金的威力，但华尔街并不是私募股权基金的主战场，我们从华尔街看到的只是私募股权基金的成果，真正的私募股权基金故事发生在华尔街的背后。

私募股权基金的起源：技术商业化

美国是世界私募股权基金的发源地，也是世界私募股权基金的领头羊。美国的私募股权基金最早可以追溯到1946年美国研究与发展公司（ARD）的建立，ARD的设立开创了私募股权投资的专业化管理时代。此后，随着1958年美国中小企业投资公司计划的实施，专注于企业早期发展阶段的私募股权投资活动进入一个高潮时期。但是，随着20世纪70年代美国证券市场进入一个较长的低迷时期，私募股权投资也进入了低谷。在70年代末80年代初，随着美国一系列刺激政策的实施，私募股权投资开始复苏，并呈现出一些新的特点。投资阶段后移，投资规模扩大，专注于企业并购交易的私募股权基金逐渐成为主流，杠杆并购的大规模出现更使私募股权基金声名鹊起。

私募股权基金的兴盛：并购基金的崛起

最早的杠杆并购交易应该是麦克莱恩工业公司1955年对泛大西洋轮船公司和沃特曼轮船公司的并购，在这项交易中，麦克莱恩公司借贷了4200万美元，并发行了700万美元的优先股，交易完成后用沃特曼轮船公司的现金和其他资产迅速偿还了3000万美元的债务，并立即支付了2500万美元的红利。而真正使杠杆并购交易走入人们视野的是KKR。早在20世纪50年代末，KKR的两位创始人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就在贝尔斯登从事收购业务。收购目标大多是一些小型的私人家族企业，这些企业在面临控制权交接时既达不到公开上市所要求的规模，又不愿出售给竞争同行，因此卖给财务收购者不失为一种有吸引力的选择。20世纪六七十年代，KKR的三位创始人在贝尔斯登进行了一系列杠杆收购业务。其中包括1964年收购Orkin Exterminating Company，1965年收购Stern Metals，1971年收购Incom、Cobblers Idustries和1973年收购Boren Clay。然而，这种并购的投资方式与投资银行传统的投资顾问业务相比，投资周期长，投资风险高，收购三人组并不为贝尔斯登的高层器重。1976年，三人离开贝尔斯登自立门户，开创了KKR公司。

美国20世纪80年代的高杠杆并购时代也迎来了私募股权基金业的繁荣。今天的私募股权基金巨头，许多都诞生于80年代。这其中最著名的例子是1988年底，KKR收购雷诺兹-纳贝斯克公司，收购价高达250亿美元，但KKR本身动用的资金仅为20亿美元，其余的资金都是通过垃圾债券和商业银行的过桥贷款筹得的。这一阶段，杠杆融资比率非常高，平均达到90%。美国80年代杠杆收购的繁荣还得益于垃圾债券的发明，在整个80年代，美国各公司发行垃圾债券达1700多亿美元。所谓垃圾债券，是指那些信用评级较低的企业发行的风险较高的次级债券，一般都支付较高的票面利率。80年代末90年代初，美国垃圾债券市场崩溃，被称做“垃圾债券之王”的德崇证券公司被处以6亿5000万美元的巨额罚款，并于1990年2月13日申请破产保护。由于次级债、垃圾债市场关闭，收购交易的杠杆比率降低到75%左右，并购基金更加注重合法性与声誉，倾向于长期投资，专注于为企业的管理团队和股东提供建设性的方案以帮助企业发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. ARD和DEC的财富神话

第一个吃螃蟹者：ARD

全球第一家专业化管理的私募股权基金要追溯到20世纪40年代美国研究与发展公司（ARD）的成立。在20世纪40年代初，美国新兴企业长期融资存在困难。这是因为新兴企业规模小、各方面不成熟而很难从银行或其他机构投资者那里借到钱，但是这些新兴企业对美国经济的发展又意义重大，ARD在这时应运而生。正如ARD的创始人之一拉弗·弗朗得斯所言："美国的企业、美国的就业和居民的财富作为一个整体，在自由企业制度下不可能得到无限的保障，除非在经济结构中不断有健康的婴儿出生。我们经济的安全不可能依靠那些老牌大企业的扩张得到保障。我们需要从下而来的新的力量、能量和能力。我们需要把信托基金中的一部分和那些正在寻找支持的新主意结合起来。"弗朗得斯的观点，受到哈佛商学院教授乔治斯·多里奥特的支持。面对当时小企业和新兴企业所面临的困境，他们提出了自己独特的解决方案，他们希望能建立一个私人机构来吸引投资者，而不用像其他人提出的方案那样从政府那里获得帮助。他们还认为建立这样一个专门机构可以给新企业提供管理服务，他们深信对于一个新企业而言，管理上的技术与经验和足够的资金支持同样必不可少。

1946年6月6日，ARD公司在马萨诸塞州成立。之所以选在马萨诸塞州，是因为坐落于马萨诸塞州的麻省理工学院在"二战"期间所开发出来的大量新技术有着广阔的商业前景。它是第一家公开交易的、封闭型的投资公司，并由职业金融家管理。ARD主要为那些新成立的和快速增长中的公司提供权益性融资。公司成立时，ARD希望能从机构投资者那儿筹集到500万美元。然而尽管它的经理们做了很多努力，但机构投资者兴趣不大，最后只筹到350万美元。到1947年底，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ARD投资于6个初创的和2个已成立的公司。这种投资的扩张最终导致了不可避免的结果，即ARD本身和它所投资的一系列公司缺乏获利能力和流动性，出现了负的现金流量，没能获得预期的资本收益，也没有能力支付股东红利。由于对其所投资公司的保守估值和负的现金流，ARD公司的股票被大打折扣，在进一步筹资上遇到了困难。直到1951年，ARD公司的资金才获得足够的流动性，到那时，它所投资的公司中有10个开始赢利。然而在接下来的8年中，ARD的股票经常以20%或更低的折扣出售，使得公司不得不出售它所投资的公司股份以获取现金。

DEC：第一个私募的财富神话

在ARD公司的历史上，也可以说是整个私募股权投资行业的历史上，最重要的事件是它在1957年投资于数字设备公司（Digital Equipment Corporation，简称DEC）。这次投资大获成功，永远地改变了美国私募股权投资业的未来。上帝对ARD与DEC的青睐，可以说又一次造就了美国。DEC公司是由4个20多岁的麻省理工学院的毕业生创立，他们有很多如何改进计算机的想法。ARD公司最初只对该企业投入了7万美元，便拥有了其77%的股份，到1971年，ARD公司所持有的DEC股份价值增加到了3.55亿美元，增加了5000多倍！

由于DEC的飞速发展，1960年ARD公司说服了雷曼兄弟公司承销其股票，每股报价为74.10美元，使公司筹集到了800万美元，这大大高于1957年每股25美元的价格。在接下来的10年中，由于美国经济的强劲增长和股票价格指数上扬，DEC价值直冲云霄。从ARD公司成立时算起，它的综合回报率为14.7%，而如果没有DEC，其综合回报率将仅为7.4%。DEC的成功为70年代和80年代的私募股权投资业树立了榜样。DEC的一个重要启示是，在所有投资的公司中，至少要有一家压倒一切的超级明星。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 从硅谷教练到华尔街收购之王

最初的私募股权基金受ARD投资成功的影响，专注于创业早期的中小企业，希望随着所投资企业的高成长而获得财富的数倍增值。这种投资模式在经历了20世纪70年代的低迷时期后，逐渐向硅谷和128公路地区集中，在这两个地区得以发扬光大，而在其他地区，私募股权基金逐渐转向成长期企业和并购业务。

硅谷教练：私募投资专家的荣誉

硅谷地处美国加州北部旧金山湾以南，早期以硅芯片的设计与制造著称，因而得名。硅谷有很多真实的故事：聪明的幸运儿昨天白手起家，今日可能富可敌国；新兴企业如星辰般升起或陨落。1939年，斯坦福大学的两名学生在一个只能停放一辆汽车的车库里成立了一家电子测量仪器公司，60年后，这家公司的销售收入达到471亿美元，在硅谷独占鳌头，这就是惠普。从表面上来看，硅谷是一个高新技术企业的聚集地，在这些表象的背后，却是硅谷的创业精神。在硅谷，到处都弥漫着创新的空气，每天都有新的企业衍生出来，创业、创新是硅谷文化的精髓。在这样的环境下，专注于创业企业的私募股权投资机构找到了他们的知音，也确立了自身的重要价值。在硅谷，这些私募股权投资管理专家被形象地称为硅谷教练。一个有天赋的运动员，需要被高水平的教练发现，在教练的悉心指导下，运动员的能力得到快速的提升，最终赢得比赛。同样地，在创业企业的成长过程中，私募股权基金不是为企业提供资金后就成为企业的看客，而是直接冲锋陷阵，参与企业的管理，帮助企业解决成长中遇到的各种问题。有了“教练”的指导，创业企业可以获得很多的外部资源，也会在成长中少走很多弯路。

“硅谷教练”这种投资模式，在硅谷特定的环境下找到了自己的土壤，也获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得了巨大成功。但是，在硅谷以外，很多私募股权基金选择了另外一种投资模式——并购。并购交易以成长期和成熟期非上市企业为对象，通过并购后的整合和价值提升，然后谋求上市。在全球的著名私募股权基金中，KKR的创始人是杠杆收购的创始人，这也使得KKR成为杠杆收购的集大成者，是当今世界上并购基金的代表。

KKR：华尔街收购之王

KKR由罗姆·科尔博格（Jerome Kohlberg）、亨利·克拉维斯（Henry Kravis）及乔治·罗伯茨（George Roberts）三个创始人姓氏的第一个字母组成。三人在贝尔斯登银行金融部一起工作8年之久，克拉维斯和罗伯茨是表兄弟，科尔博格是这两个人的导师。他们三人对于借贷融资、发行垃圾债券等金融投资技巧非常熟悉，这为他们的创业打下了坚实的基础。20世纪70年代，美国发生了股灾，这让很多企业陷入困境，不得不廉价抛售资产以求生存，而克拉维斯和罗伯茨在这次灾难中察觉到了机会的降临，师徒三人联手创建新公司，趁机收购那些濒临破产的企业，1976年三人成立了KKR。

KKR成立之时，华尔街的注意力依然停留在证券承销等传统业务上，而KKR则抓住时机全力拓展收购业务。1987年，科尔博格因为身体等诸多原因正式退出KKR。科尔博格退出后，克拉维斯和罗伯茨把杠杆并购推向巅峰。1989年，KKR动用了高达314亿美元的巨资，击退了包括美国运通、摩根斯坦利及第一波士顿等华尔街巨头，收购了美国烟草业食品业巨头雷诺兹-纳贝斯克，这是当时历史上最大的一次并购活动。在这次并购活动中，KKR赚取了2亿美元的服务费，更为重要的是KKR的名字从此令华尔街甚至全世界瞩目。更令人叹为观止的是，KKR运用杠杆并购发行了大量的垃圾债进行融资，而KKR实际使用的现金不到20亿美元。这次并购大战被称为“20世纪最著名的恶意收购”，当年即被《华尔街日报》记者写成了纪实畅销书《门口的野蛮人》，1993年又被拍成电影，自此克拉维斯兄弟也被冠以“野蛮人”的称号，凭借高超的并购技艺，“野蛮人”将KKR推上了华尔街收购之王的至尊位置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1995年，KKR收购了加拿大统一保险集团。1998年，KKR在英国伦敦设立办公室，这是KKR第一次在国外设立办公室。1999年,KKR募集了第一只欧洲基金，承诺资本达31亿美元。2005年，KKR首次在中国香港、日本设立了办公室，至此在亚洲徘徊数年之后，终于把触角伸进了亚洲，同时也伸进了中国。

截至2007年，“华尔街收购王”的资产总值超过534亿美元，其中收购基金管理资产总值大约是441亿美元。KKR已经宣布或者已经完成的投资项目超过160个，涉及25个行业，交易总额达4180亿美元。在其30余年的历程中，KKR管理的基金实现的复合年均回报率达到26.3%。

5. 熟练的杠杆收购手段

杠杠收购：典型的私募交易形式

杠杆收购（Leveraged Buy-out，LBO）是指公司或个人利用自己的资产作为债务抵押，收购另一家公司的策略。在杠杆收购中，收购方大规模融资借贷去支付大部分的交易对价，通常为总价格的70%，同时，收购方以目标公司资产及未来收益作为借贷抵押，借贷利息将通过被收购公司的未来现金流来支付。私募股权基金收购目标企业的目的是以合适的价钱买下公司，通过经营使公司增值，并通过财务杠杆增加投资收益。杠杆收购必须考虑到债务的偿还能力，采用这种大量举债的收购方式，必须要有足够的信心偿还债务和利息。因为利息支出可在税前所得扣除，因此可减少税负，企业的实际价值比账面价值要高很多。杠杆收购的目标企业大都是具有较强的现金流产生能力和赢利潜力，或者是通过出售或关停目标公司部分不赢利业务和经过重整后可以大幅降低成本，提高利润空间的企业。

杠杆收购的经典案例是KKR收购雷诺兹-纳贝斯克事件。1989年2月9日，KKR以250亿美元的天价完成了对雷诺兹的收购，超过200名律师和银行家与会签署了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购合同，华尔街的大牌投行美林、摩根斯坦利，垃圾债券大王迈克尔·米尔肯和德崇均参与其中。在收购投入的资金中，辛迪加银团贷款145亿美元；德崇和美林提供了50亿美元的过桥贷款；KKR本身提供了20亿美元（其中15亿美元作为股本），另外提供41亿美元作为优先股，18亿美元作为可转债券，并且接收了公司所欠的48亿美元外债。在整个收购案中，KKR付出的代价极小。由于公司发行了大量垃圾债券进行融资，并承诺未来通过出售被收购公司资产的办法来偿还债务，因此这次收购资金的规模虽然超过250亿美元，但其中KKR使用的现金比例很小。

国内经典案例：PAG收购好孩子

好孩子公司创立于1989年，是中国最大的童车生产商。在过去5年内，好孩子的年增长率达到20% ~ 30%。2005年，好孩子集团的销售额达到25亿元，净利润1亿多元，净利润率约为5%，位居世界同行业前列。作为国内知名的儿童用品及童车生产企业，好孩子集团已经成功占领了消费市场。其产品进入全球4亿家庭，在中国也占领着童车市场70%以上的份额。好孩子的销售额有将近80%来自海外市场，部分产品在海外市场占有率近50%。正是来自全球各地大量而稳定的现金流，使得该企业成为私募股权机构竞相追逐的目标。更为重要的是，好孩子所在的消费品行业不存在产业周期，具备持续稳定的行业增长潜力，这也是令PAG充满信心的重要原因。

在PAG接手前，好孩子集团控制人为2000年7月注册于开曼群岛的吉奥比国际公司。股东主要有4家，分别是中国香港上市公司第一上海，持有49.5%股权；美国国际集团旗下的中国零售基金，持股13.2%；软银中国，持股7.9%；PUD公司（好孩子集团管理层在英属维尔京群岛BVI注册的投资控股公司），持股29.4%。

当好孩子集团进入PAG视野的时候，花旗和好孩子方面已经经历了多轮的深入谈判。与国际知名的老牌投资公司相比，名不见经传的PAG这次出手极其犀利，此次收购前后耗时不到4个月，从2005年10月开始接触，2006年1月底就完成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了支付对价与股权交割的全部动作。

这是一起典型的杠杆收购：由PAG以好孩子集团的资产作为抵押，向外资银行筹借收购所需部分资金。

在收购谈判阶段，新旧股东以及好孩子管理层等三方利益盘根错节，谈判所涉及的关系非常复杂。但从谈判的结果来看，从开始谈判到最后达成协议所耗费的时间差不多为两个月，效率极高。

在收购资金的运作方面，PAG通过资产证券化及间接融资等手段，设计了一个颇为漂亮的杠杆。在确定收购意向后，PAG先通过好孩子管理层组成的集团筹集收购价10%的资金，然后以好孩子公司的资产为抵押，向银行借入过渡性贷款，相当于整个收购价50%的资金，并向PAG股东发行约为收购价40%的债券。PAG还借助外资银行贷款完成了此次杠杆收购交易，部分资金来自台北富邦商业银行的贷款，贷款金额5500万美元。

2006年1月，PAG斥资1.225亿美元，从第一上海、软银和美国国际集团手中接手了好孩子集团67.4%的股权，成为好孩子集团的控股股东。与此同时，PUD也接手82.78万股，持股比例增至32.6%。双方购买价格差异较大：PUD以比PAG便宜约40%的价格购得好孩子股份，PAG以4.49美元价格成交，而PUD以2.66美元一股成交。收购过程中，易凯资本有限公司作为好孩子集团的财务顾问，全程参与了此次收购，主要工作是协助好孩子管理层做好财务预测和为管理层股东争取更多的利益。

通过此次资本运作，第一上海、软银和美国国际集团获利退出，好孩子集团的股东减少到两个。PAG进入好孩子后，对好孩子的法人治理结构进行了改造。集团的董事会从原来的9人减为5人，提高了董事会的决策效率：PAG方面3人，好孩子管理层2人，董事长是由好孩子的创始人宋郑还担任，PAG没有更换好孩子的CFO，也没有派出执行董事参与管理层。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 败走麦城遭打击：财富神话不再

金融危机中“去杠杆化”

2007年6月，随着美国第五大投资银行贝尔斯登旗下两只对冲基金出现巨额次级抵押贷款投资损失的披露，次贷危机爆发，全球金融市场开始进入风雨飘摇的动荡时期。2008年3月16日，摩根大通宣布以2.4亿美元收购美国第五大投资银行贝尔斯登；9月15日，由于受次贷危机影响，雷曼公司出现巨额亏损，申请破产保护；同时，美林证券被美州银行收购；9月21日，美联储宣布批准美国第一大投行高盛和第二大投行摩根斯坦利实施业务转型，转为银行控股公司，即普通商业银行，至此美国五大投行全军覆没。雷曼兄弟事件引发全球股灾，9月15日，道琼斯工业平均指数下跌了504.48点，跌幅为4.42%；金融时报100指数下跌212.50点，跌幅为3.9%；日经225指数暴跌605.04点，跌幅4.95%；中国香港恒生指数下跌1052.29点，跌幅5.44%。至此，次贷危机深化为金融危机，并逐渐向实体经济蔓延。

一场席卷全球的危机发生后，金融机构过高的财务杠杆被认为是引发危机的一个重要风险来源，2007年次贷危机之前，美林证券的资产是其所有者权益的27.8倍，被称为最善于管理风险的高盛也有26.2倍的权益杠杆率，而雷曼兄弟权益杠杆率则高达31.7倍。因此，危机爆发后，全球金融市场进入一个痛苦的“去杠杆化”的过程。通俗地讲，“去杠杆化”就是金融机构逐渐降低其财务杠杆的过程，把原先通过各种途径“借”到的钱退还回去。为了归还之前的借款，金融机构需要卖出持有的部分资产，而大家竞相卖出的结果是金融资产的价格下跌。因此，与“去杠杆化”过程伴随的是股票、债券、房地产等资产的价格下跌。在这样的背景下，私募股权基金所持有的各类资产也不可避免地出现大幅度的减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值。信贷枯竭、债务缠身、资产贬值、巨额注销、交易延期、退出艰难、基金清盘，金融危机中的私募股权基金面临着严重困难，甚至“PE之死”成为时常见诸报端的话题。

亏损累累的私募股权基金

能够反映这种影响的一个典型事件是中国国家外汇投资公司（中投）对黑石公司的投资。2007年5月，中投斥资约30亿美元以29.605美元/股的价格购买黑石公司近10%的股票，黑石上市后股价连续下跌，到2008年2月12日账面亏损约12.18亿美元（合约87亿元人民币）。2008年第四季度黑石单季亏损8.271亿美元，在第三季度亏损5.093亿美元的基础上大幅增加了62.4%，2008全年它的每股亏损高达0.68美元。到2009年3月2日，黑石的股票收盘价4.77美元，较2007年6月首次公开发行（IPO）时的发行价31美元大幅下跌84.6%。无独有偶，另一家著名的私募股权投资机构KKR也在金融危机中遭遇了业绩的“滑铁卢”。根据其2008年年报披露，在阿姆斯特丹泛欧证券交易所上市的由KKR发起的有限合伙制企业KPE，2008全年资产减值为23.681亿美元，减值幅度接近50%。

案例：2008年KKR主要资产的价值变动情况（年报披露数据）

以美元市场报价为基础计算，投资于PagesJaunes（通过杠杆控股公司持有）的价值净缩水2.403亿美元。

投资于NXP的价值缩水2.11亿美元，以美元为基础计算，由2007年12月31日成本的0.9倍降至2008年12月31日的0.1倍。

投资于ProSieben的价值减少1.831亿美元。以欧元为基础计算，截至2008年12月31日ProSieben投资价值由成本的0.7倍降至 0.1 倍；以美元为基础计算，截至2008年12月31日ProSieben投资价值由成本的0.8倍降至 0.1 倍。

投资于Capmark的价值缩水1.816亿美元，由2007年12月31日成本的1.3倍降至2008年12月31日的0.1倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资于 Alliance Boots的价值缩水1.701亿美元，以欧元为基础计算，投资价值由2007年12月31日成本的1.0倍降至2008年12月31日的0.8倍。以美元为基础计算,Alliance Boots投资价值由成本的1.0倍降至2008年12月31日的0.6倍。

投资于Sun Microsystems Inc.的可转换高级优先股的价值净缩水1.674亿美元。

投资于First Data的价值缩水1.646亿美元，由2007年12月31日成本的1.0倍降至2008年12月31日的0.6倍。

投资于HCA的价值缩水1.234亿美元，由2007年12月31日成本的1.2倍降至2008年12月31日的0.8倍。

投资于Aero Technical Support & Services S. à r.l.价值缩水1.185亿美元，以加元和美元为基础计算，由2007年12月31日成本的1.0倍降至2008年12月31日的0倍。

投资于KION的价值缩水1.124亿美元，以欧元为基础计算，由2007年12月31日成本的1.0倍降至2008年12月31日的0.2倍。包括外币折算的影响，以美元为基础计算，KION 投资价值由成本的1.1倍下降至2008年12月31日的0.2倍。

投资于EFH的价值缩水1.096亿美元，由2007年12月31日成本的1.0倍降至2008年12月31日的0.7倍。

投资于Biomet的价值缩水6090万美元，由2007年12月31日成本的1.0倍降至2008年12月31日的0.8倍。

投资于U.S. Foodservice价值缩水3860万美元，由2007年12月31日成本的1.0倍降至2008年12月31日的0.8倍。

投资于Nielsen的价值缩水2160万美元，由2007年12月31日成本的1.0倍降至2008年12月31日的0.9倍。

投资于Dollar General的价值增长3250万美元，由2007年12月31日成本的1.0倍增长至2008年12月31日的1.1倍。

PE界的另一巨头——凯雷集团，在金融危机中遭受的打击更为沉重，由凯雷集团高管持股15%的凯雷资本，于2008年3月18日由于资不抵债，被迫清盘。凯雷资本的业务是利用杠杆借债购买实际由美国政府提供担保的“两房”和吉利美（Ginny Mae）发行的AAA级按揭抵押证券，赚取借债成本和投资收益间的利差。其管理的资产不过9.4亿美元，但通过杠杆撬动的资产高达227亿美元，且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

95%投资于按揭抵押证券。凯雷资本的业务不同于传统PE通过IPO和出售退出的并购交易，是典型的对冲基金业务。事实上，凯雷集团的传统PE业务在金融危机中并没有犯太多错误，只是多元化的尝试使其遭受了“滑铁卢”之痛。

7. 宇宙之王归来：后金融危机时代的私募股权基金

王者归来：基本模式依然有效

私募股权基金，这个被誉为“宇宙之王”的传奇行业，尽管与其他金融行业一样，在金融危机中遭受了沉重打击，但金融危机的洗礼并不会使“宇宙之王”就此沉沦。如果一场风暴就能将其淹没，宙斯便不是真的宇宙之王。金融泡沫的破灭，只会让PE大军中那些随波逐流者退出，PE行业的中坚，他们还会更加稳健地前行。凯雷集团联合创始人之一大卫·鲁宾斯坦认为，“PE业正在经历自我变革，将成为‘求新的增值型资本’，专注于为旗下所投资公司提供增值服务，并在政府和监管机构的重视下变得更透明……在完成种种变革后，这个行业将成长得比2007年泡沫破裂前更加庞大和强大”，“失去黄金时代的PE，将在未来几年进入自己的白金时代”。

一个无可争辩的事实是，基本的私募股权投资模式依然有效。如果给予管理者及其团队一些股权，让他们在私人企业机制下运营，同时要求在3 ~ 5年内把企业变得更好，通常企业经营效率确实能得到提高，并给投资者带来优厚回报，这是私募股权投资成功的基本逻辑。在洗刷掉流动性泡沫后，私募股权基金规模将缩小，短期内不会再有200亿、150亿美元的大基金，这将促使基金管理者更加关注投资过程中增值。如果说在金融危机之前，私募股权基金的目光主要集中在被并购目标企业可以多少倍的市盈率上市和出售，那么金融危机之后，私募股权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金将更加关注所投资公司的持续增长，也将会投入更多的时间和精力来提高所投资公司的管理水平，使其变得更好。

监管也是双刃剑

金融危机后，私募股权基金行业发生的另一变化是政府将加强对行业的监管。2009年10月，美国国会众议院金融服务委员会资本市场、保险与政府资助企业分会主席保罗·康约斯基提交了名为《私募基金投资顾问注册法》的草案，在当月27日，美国众议院金融服务委员会以67：1的票数通过。这是此前一年中递交给众议院的有关私募基金的第五份提案，作为全球私募股权最具代表性的市场，其政府监管的态度将对其他市场产生“榜样性”影响。适应这种变化，私募股权基金将更加注重向媒体和政府沟通它们所从事的事业，也将促使行业的运作更加阳光化、规范化。此前，私募股权基金曾是一个高度私有性的行业，不需花太多时间披露其运营情况，只需努力为其投资者获得高回报。但今后如果这个行业想做得更好，就必须向各级政府、媒体和公众解释其运营情况，使他们能了解私募股权基金在做什么。私募股权基金的阳光化，也将促使这个行业更加注重为企业、为社会创造新的价值，而不是以“野蛮人”的形象恶意并购，破坏企业价值。从行业自身来说，私募股权基金行业要获得持续的发展，在全球经济中发挥更大作用，就必须摆脱掉其早年树立起的“野蛮人”和“秃鹫”声名。正如鲁宾斯坦和达安雷所强调的，“私募股权基金业务模式是购入公司、提升价值、出售获取差价，而非投机或不道德地榨取被投资对象价值”。

危机后的私募投资机会

从历史经验来看，私募股权投资的最好机会都出现在衰退之后一两年，因为那时市场已开始触底反弹，但估值仍在低谷。20世纪90年代早期和互联网泡沫破灭之后的21世纪前几年都是这样的时刻。在此次危机中，金融市场的泥沙俱下，投资者的信心崩溃，一些具有长期增长潜力的公司，其投资价值会凸显出来，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为私募股权投资提供千载难逢的好时机。正如巴菲特所指出的，“当别人恐惧的时候，我们应该贪婪”。在危机之后，政府也急需私募股权基金这样的私人资本进入以润滑经济，减少政府在恢复经济中的财政支出。

令私募股权基金充满信心的另一个重要因素是，在这场金融危机中，新兴市场表现出了强劲的抵抗力。金融危机后，新兴市场比发达市场复苏的速度更快，新兴市场出现的投资机会正在吸引着越来越多的私募股权基金的眼光。凯雷创始人大卫·鲁宾斯坦认为，“现在全球领先的私募股权基金全部位于美国，这样的情形不会持续下去，从现在起的3至4年后，全球领先的私募股权基金可能有一半在美国，另一半则将总部设在新兴市场，包括中国、印度、中东和巴西”。

投资者的态度也将是推动私募股权投资复苏的重要因素。金融危机后，一些投资者希望能够从私募股权投资中弥补其在其他投资上的损失。在美国，公共养老基金的回报率大幅缩水并且面临着资金不足的困境，世界各国的主权财富基金也都遭受了不小的亏损。在金融市场整体复苏缓慢的情况下，很多投资者希望能够找到比标普500指数或富时100指数、比市场平均资本回报率更高的投资方法，而这正是私募股权投资通常能做到的。

8. 私募股权投资：农耕还是狩猎

在人类发展的原始社会。最初的生产方式是狩猎和采摘，到后来随着生产力的提升，逐渐发展为农耕和游牧。狩猎和农耕是两种典型的生产方式。

农耕与狩猎的投资哲学

农耕的过程是春种、夏长、秋收、冬藏，农民先投入种子，种子在其精心培育下成长，到生长成熟后收割。狩猎的过程则是等待、发现目标、出击、收获，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

猎物的出现是不规律的，需要猎人耐心等待，猎物一旦出现，就要迅速出击，将猎物擒获。无论是农耕还是狩猎，与私募股权投资的逻辑都有相似之处。农耕成功的基本要素是选择合适的种子和播种时间，精心培育作物成长，作物成熟后适时收获；而私募股权投资则要求投资人首先要选择合适的企业，在合适的时机投入资本，对企业进行整合改造和管理增值，再选择合适的时机将股权出售退出。狩猎成功的基本要素是等待猎物的出现和迅速出击，而私募股权投资则是要挑选有投资价值的对象，以低于其内在价值的价格购入企业股权，再以更高的价格将股权出售。

农耕和狩猎从两个侧面诠释了私募股权投资的价值哲学。从农耕哲学来理解私募股权投资，其投资赢利的关键要素是选择一个有长期发展潜力的企业，在对其注入资金后，还要对企业进行培育，帮助企业提高管理水平，改善企业的公司治理结构，优化企业的产品结构、拓展企业的市场范围，使企业在成长过程中实现价值提升。随着企业的价值提升，股权价值也随之增值，这是私募股权基金的根本价值来源。“硅谷教练”是对私募股权投资农耕哲学的最恰当的诠释。

从狩猎哲学来理解私募股权投资，其投资赢利的关键要素是发现一个合适的收购目标，股权收购价格要低于其内在价值，再选择一个合适的市场时机从企业退出。私募股权投资者并不关心企业的长期增长和价值提升，投入和退出的估值差异是其主要的赢利来源。在这种模式下，投资者与公司管理层之间往往会发生比较激烈的利益冲突，私募股权投资的介入被理解为“恶意收购”。“门口的野蛮人”、“秃鹫”是对私募股权投资狩猎哲学的最准确的描述。

对比两种投资哲学，农耕哲学的私募股权投资注重投资人与企业及其管理层的共赢，关注企业的长期增长和长远发展，在金融市场上获取利润的同时，也实现了实体经济的增值，是一种和谐、稳定、立足长远的股权投资模式；狩猎哲学的私募股权投资注重投资的短期收益，关注金融市场上的估值差异和投资时机，并不关心企业的增长和发展，也很难实现各个利益相关者之间的共赢，是一种掠夺式的、目光短浅的股权投资模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两个经典案例：完美的诠释

KKR的两个经典案例可以作为上述两种投资哲学的巧妙注解。第一个案例是KKR对雷诺兹-纳贝斯克的并购案。尽管该案例作为杠杆收购的经典案例，被私募股权投资界及华尔街所津津乐道，但这一收购事件带给雷诺兹-纳贝斯克的却是一场灾难。KKR是在公司管理层向董事会提出管理层收购建议后加入收购争夺战的，最终KKR以每股109美元的价格击败公司管理层而胜出。在完成收购的1989年，公司在偿付了33.4亿美元的债务之后净损失11.5亿美元，1990年的上半年有3.3亿美元的亏损。1989年3月公司停止了总理牌香烟的生产，随后进行了裁员，雇工人数减少到2300人。在雷诺兹公司用烟草带来的现金清偿垃圾债券时，其竞争对手菲利普·莫里斯却增加了销售实力，降低了烟草价格，1989年雷诺兹在美国烟草市场上的份额萎缩了7% ~ 8%。在业绩持续下滑后，1995年初，KKR不得不又剥离了雷诺兹-纳贝斯克的剩余股权，雷诺兹烟草控股公司再次成为一家独立公司，而纳贝斯克也成为一家独立的食品生产企业，雷诺兹公司和纳贝斯克公司又回到了各自的起点。在2003年上半年，雷诺兹的销售额比前一年下降了18%，仅为26亿美元，而营业利润下降了59%，为2.75亿美元。2005年KKR出售了所持有的雷诺兹-纳贝斯克的所有股权，最终收益平平。

与雷诺兹-纳贝斯克并购案形成鲜明对比的是KRR对劲霸电池的收购案。在收购前，劲霸电池的业务发展很快，管理层也很优秀。公司唯一发展瓶颈是规模太小，它仅仅是食品加工巨头克拉福特下属的一个事业部，而且与总公司的业务风马牛不相及。1987年年末，劲霸电池的总裁鲍伯·坎德得知克拉福特要将公司卖给柯达和吉列等战略性买主，为了自己掌握企业的命运，他向KKR等潜在金融买家咨询MBO的可能性。经过与众多买家的角逐，KKR在1988年5月收购了劲霸电池。在该收购案中，劲霸公司的35位高级管理人员共投入630万美元购买股份，而KKR给每一股股份分配5份股票期权，这样管理层总共拥有公司9.85%的股权。在收购完成后的第一年，公司的现金流就提高了50%，并以每年17%的速度增长。如此高速增长的现金流让公司很快偿还了收购产生的债务。1991年5月，劲霸电池发行3450万股票，IPO的价格是15美元。上市之后，KKR通过出售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分股份，成功收回了它投在公司的3.5亿美元资本金。1993年和1995年，劲霸又进行了二次股票配售，并进行了两次分红。到1996年，KKR在劲霸电池的投资收益达到13亿美元，1996年9月，KKR通过换股把劲霸电池卖给了吉列公司，到2000年9月，KKR及周围的机构投资者总共从该项收购交易中得到了23亿美元的现金和价值15亿美元的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

横行掠夺者还是勇敢开拓者
——私募在中国市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如今，我国已经成为整个亚洲最为活跃的私募股权基金投资市场之一。并且私募股权基金已经发展成为促使我国取得可持续发展的重要推动力。尤其是随着我国的宏观经济不断变好，一些国内被投企业在海外市场上取得的良好效应与巨额回报，使得私募股权基金在我国企业中产生非常巨大的影响。因而，我国企业正在面临着如何抓住日新月异的私募股权基金的巨大挑战。

1. 国外大基金在中国的“试水”及发展

国外私募股权基金“试水”中国

1993年，美国国际数据集团（IDG）所属的美国太平洋技术风险基金会与北京市优联科技发展公司共同创办了中外合资企业——北京太平洋优联风险技术创业有限公司，这一公司的成立正式打开了海外私募股权基金进驻中国市场的大门，国外大基金在中国开始试水。

1995年，我国政府通过了《设立境外中国产投资基金管理办法》，鼓励国外风险投资来华投资。这一办法的出台，为大批风险投资基金来华提供了平台，凯雷、鼎辉、红杉、华平、新桥、戈壁、德同等基金纷纷来到中国。1997年，亚太地区最大的私募股权基金之一华登国际投资，在四通利方第二轮融资时进入新浪网，总投资将近千万美元，使新浪网走出了低谷，并使新浪网成为中国最大的门户网站，上市市值达到15亿美元。华登国际也获得了极高的回报，成为经典投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例。华登在获得利益的同时，也名声大振，这标志着国外私募股权基金开始大举进驻中国市场。

1999年，我国发布了《关于科技型中小企业技术创新基金的暂行规定》、《关于建立风险投资机制的若干意见》等相关的政策法规，促进了我国私募股权基金的快速发展，国外私募股权基金也加快了进驻我国市场的步伐。然而世事难料，历史的脚步走进了新的千年，以科技股为代表的纳斯达克股票市场的崩盘和“网络泡沫”的破灭，全球互联网产业遭到重创，市场出现了一片低迷。不言而喻，私募股权基金作为高科技产业的重要投资主体也遭到了重创，开始进入萧条期。与此相适应，国外股权基金也收缩了在中国的投资。

时来运转，随着网络泡沫消极影响的逐步消散以及全球经济的恢复与发展，尤其是中国在新的世纪初迎来了新的战略机遇期，经济表现出强劲发展势头，这大大增强了国外基金进驻中国的信心。从2004年开始，风险投资逐渐弱化，并购基金、成长基金及过桥资本成为市场的主流。全球最大的四家私募基金——百仕通、凯雷、KKR、TPG等闪亮登场中国大陆，例如，2004年新桥收购深发展，2005年凯雷收购太平洋保险和徐工科技，2006年高盛收购双汇。截至2006年，国外私募股权仅仅投资于中国大陆的资本总量已超过了132亿美元，国外资金在中国迎来了一个大的发展。更为可喜的是：自2007年以来，随着我国上市公司股权分置改革的逐步完成，资本市场的相关政策和法律不断完善，尤其是我国创业板市场的推出，这一系列有利因素刺激了海外私募股权基金进入中国市场的步伐。在2008年，虽然受全球金融危机的影响，国外私募股权基金出现了回落迹象，但其在中国的融资活动还在持续增长。据清科研究中心统计：2008年，共有51只投资于中国大陆地区的亚洲私募股权基金完成募集，募集资本总额为611.54亿美元。新募集基金数较2007年度少了13只，但新募集资本则比2007年高出71.9%，保持持续增长。其中新募基金平均募集额由2007年度的5.56亿美元上升到2008年度的11.99亿美元，同比增长115.7%。时至2011年的今天，这一增长的态势仍在继续。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募进入中国：一把双刃剑

作为一种新兴的融资形式，国外私募股权投资对于中国金融市场乃至中国经济的健康发展具有重要作用。海外私募股权基金凭借自身成熟的管理经验，强大的资金实力，在中国获得了快速的发展，扮演了重要的角色。但如何理性地看待国外私募股权基金对中国发展的作用，需要我们深入地思考。

首先，国外私募股权基金给中国市场带来了增量资金，拓宽了中国企业的融资渠道，并有助于促进资本市场的良性循环；其次，国外私募股权基金凭借先进的投资管理经验，能够有效辅助被投资企业迅速提升企业的竞争力，扩大企业的市场份额，改善公司的内部治理结构、财务结构及内控机制等，从而提高了企业的本身素质和可持续发展能力，助推企业的发展；再次，国外私募股权基金作为发展较完善的投资方式，为本土私募股权基金的健康发展起到了一定的示范作用，并在潜移默化中进行了有效引导；最后，国外私募股权基金进入中国市场，促进了我国高新技术产业以及创新型企业的发展，对我国经济增长方式转变起到了有力的助推作用。

但也有其不利的影响：私募股权基金本质上是在一定期限内通过投资以获得最大的回报的财务投资者，其逐利性使它的投资行为具有短期化特征，且私募股权基金在投资企业后，往往会附加很多限制企业发展的条件或对赌条款，这容易造成企业在经营管理上出现大起大落的风险，不利于企业保持自身的发展特色。

总结起来，国外私募股权基金进入中国市场是一把“双刃剑”，中国政府和企业需要冷静、客观、清醒地认识其作用和价值，同时也要尽量避免各种潜在的风险，不可一味地盲目引入，更不应该对此产生迷信心理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 我国诞生本土大型基金

中国不缺乏有战略眼光的企业家，不缺乏有冒险精神的投资人，也不缺乏有效利用的各种资源。中国缺乏组合各种要素的金融工具，而私募股权基金就是其中之一。

——中国人民银行原副行长吴晓灵

在探索中发展的本土基金

自1985年，我国首次提出创业投资概念之后，以政府为主导的风险投资逐渐兴起。政府直接出资建立创投机构或者投资风险基金，直接推动了我国股权投资市场的发展。亚洲金融危机后，政府更加重视风险投资，出台了一系列相关政策法规，如《关于建立风险投资机制的若干意见》等，优化了我国的投资环境。1997年华登国际投资四通利方，进入新浪网；同年亚信公司获得超过1800万美元的私募投资。这一时期，私募股权在我国迅速发展，2000年形成了我国风险投资的第一个高速发展期。

进入新的世纪，随着美国股市互联网股票的衰落、“9·11”之后世界经济衰退以及国内风险投资制度缺陷的逐步暴露等因素影响，我国私募股权投资开始回落，出现了短暂的沉寂。但中国经济的稳步发展和良好的发展前景使得投资者恢复了信心，逐步加大了投资力度，一段时间后，股权投资基金又开始稳步回升。

2005年，我国启动股权分置改革后，中国证券市场形势好转，2004年中小板市场开启，多层次资本市场不断得到完善和发展，证券市场的融资功能重新恢复并得到加强，尤其是2007年新修订的《合伙企业法》，有限合伙制度正式以法律的形式被确认，有效清除了私募股权基金发展的障碍，国内私募股权基金进入高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速发展阶段。2007年6月，首家有限合伙企业深圳南海成长创投合伙企业设立，紧接着一大批中小合伙企业在全国各地成立。2009年10月，中国推出创业板市场，更为私募股权基金提供了重要的便利条件。私募股权基金成为我国资本市场的积极参与者和重要推动者，中国已经成为全球股权投资发展最为迅速的地区之一，诞生了大量的私募股权基金公司。

本土基金进入快速发展阶段

据清科研究中心的统计，2010年人民币基金募集热潮持续强劲，在数量上与外币基金拉开了距离。年内共有71只人民币基金完成募集，到位金额106.78亿美元。此外，2010年新设立、但尚未完成募集工作的基金共有31只，目标募集规模为122.06亿美元，其中人民币基金数量与目标规模占比分别为80.6%与79.3%。外币基金方面，2010年新募基金数量不足人民币基金的两成，但是由于有大型并购基金募集到位，该类基金募集规模为人民币基金的1.59倍。

本土基金的快速发展在创业投资领域表现得更加明显。据清科研究中心的统计，2010年本土创投发展迅猛，全年共有146只新募集完成的人民币基金，募资总额共计68.67亿美元，分别占全年募资总量的92.4%和61.5%；2010年，本土创投全年投资案例数和投资金额分别为526起和27.20亿美元，占全年投资总量比重分别为65%和51%，如图2-1、图2-2所示。而在2008年，人民币基金的募集数量和募集金额只占到全部基金的79%和32%，本土创投的投资案例数和投资金额只占到全部基金的44.3%和33.1%。

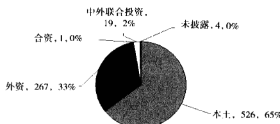
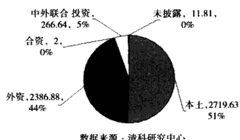


图2-1　2010年不同创业投资主体投资案例数比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据来源：清科研究中心

图2-2　2010年不同创业投资主体投资金额数量差异（投资金额单位为：US$M）

3. 日渐成熟的组织形式

私募股权基金的组织形式一般包括三种，即公司型、合伙型和信托型。2007年以前，我国PE的组织形式一般是选择公司型，即类似于投资公司型的组织机构；或者选择信托型，即类似于证券投资基金，但不是公募的。2007年以后，新的《合伙企业法》实施，被视为中国私募股权基金组织形式的制度性改革，合伙制成为一种重要的组织形式。

公司制：规范性较强，但缺乏效率

公司制包括有限责任制和股份有限制两种形式，对于私募股权基金的组织形式主要是有限责任制。投资者作为公司的股东，可以是自然人也可以是法人。投资人通过股东大会、推举董事和投资决策委员会委员等方式参与PE的重大决策，股东按其出资额为限对公司债务承担有限责任。

这种形式的基金管理人可以是公司股东，也可以是聘用其他管理人员。从管理的角度分，公司制PE可分为自我管理型和委托管理型。自我管理型与一般的公司管理模式相同。委托管理型采取的是决策权与经营权相分离的董事会——经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理分权管理制度，体现的是“委托—代理”关系，以基金的名义独立行使民事权力并独立承担民事责任。

公司制以其完善的内部治理结构与外部法律环境，占据着我国私募股权基金主流组织形式的地位。

有限合伙制：效率高，但制约不足

有限合伙制PE依照新的《合伙企业法》设立。有限合伙制由两类合伙人构成：一类是普通合伙人，对企业承担无限连带责任，并享有全面管理权；另一类是对于合伙的债务以其出资额为限，承担有限责任的有限合伙人，不享有管理权。两类合伙人之间权利与义务清楚明了，激励机制与约束机制清晰明确，实现了资金有效供给和专业投资管理科学对接与整合。

有限合伙制能够最大限度地赋予PE经理人足够的决策权力，而且在基金存续期间，普通合伙要将所有的赢利用于支付有限合伙投资的本金、利息、管理费等开支后，才能支付给普通合伙与投资比例不相符的利润，这种规定可以最大限度上约束普通合伙人的行为。有限合伙制是与私募股权投资特征相适应的一种有效的基金组织形式。

有限合伙在设立程序与要求、内部治理结构、利润分配模式等方面比较灵活，设立和决策程序简单，并且能有效避免双重征税，因此也赢得了很多私募股权基金的青睐。

信托制：灵活但非法人主体

信托制PE也称为契约型PE，依据信托模式建立投资者、投资家和托管人之间的契约关系。投资者（合格投资者）认购基金后由托管人（银行等金融机构）保管，委托投资家（基金经理人、私募股权投资家）负责基金的经营与管理。信托制PE的本质特征是基于信托的原理，将基金的经营权、占有权和处置权转移到受托管理机构名下，由受托管理机构依据信托契约，对基金行使民事权利并承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

担相应的义务和责任，其自身不是独立的商事主体，更不是独立的法人主体。同时，管理基金所获得的收益归投资者所有，基金经理人和托管人向投资者收取管理费和保管费，体现的是“信托—受托”关系。根据信托原理，受托人不参与剩余收益的分配，因此这种制度对受托人的激励不足。由于信托不具有法律主体地位，它不能作为股东出现在公司的股东名册中，这在公司上市过程中会遇到一定的监管困难。

三种形式各有千秋

以上分析可以看来出，三种组织形式各有千秋，具体采用哪一种组织形式，需要综合考虑以下要素：

（1）从募集资金的难易程度来看：公司制是先有投资人的投资意向，再确定组织形式，故不存在募资问题；有限合伙制募集资金主要靠普通合伙人的业绩，也可以借助第三方专业机构的力量来募集。如果缺乏业绩，募集资金会比较困难。信托制通过专业信托公司推荐和募资，其募资渠道比较成熟，相对容易募集资金。

（2）从资金的利用率视角来看：信托制要求资金一次性到位，其资金利用率最低；公司制在设立时首期需要到位20%，其余的资金两年内逐步到位。有限合伙制资金的利用率最高，出资为承诺出资。投资者在收到普通合伙人的拨付通知后按规定时间交清即可。

（3）从税收来看：公司制税收成本最高，公司需要缴纳企业所得税，投资者分配利润也需要缴纳个人所得税和企业所得税，存在双重征税的问题。信托制和有限合伙制对企业不征税，仅在投资人分配利润时征收个人所得税和企业所得税，能避免重复征税。

（4）从投资管理人的责任来看：有限合伙制的普通合伙人对有限合伙的运作承担无限连带责任，责任最大。公司制投资管理者通常是投资人自身，在其出资范围内承担有限责任。信托制的信托公司无须对信托运作产生的债务承担责任，法律责任相对较小。

（5）从内部治理结构来看：公司制的股东会或者董事会拥有投资决策权，高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管仅提供决策建议；有限合伙制的普通合伙人拥有投资决策权，权限较大；信托制虽然主要由投资顾问或者信托公司参与，但也允许其他高管提供决策建议。

（6）从法律监管来看：目前中国的法律对信托制和公司制的监管相对更为严格，有限合伙制在中国出现的时间还不长，新的《合伙企业法》对普通合伙人的约束尚不完善，一般只是通过合伙协议，相对来说监管最为松散。

（6）从可分配的利润上来看：公司制的高管激励不够充分，有限合伙制的普通合伙人和信托制的投资管理人的可分配利润范围基本一致，一般根据投资收益的比例进行提取。

（7）从IPO退出的便利程度来看：目前我国的法律框架内，公司制推出最为便利和稳定；有限合伙制和信托制在IPO时还存在一定的法律障碍，需要将上市企业的股权及权益转让给第三方或第三方代持，面临着一定的法律困境。

4. 新合伙企业法带来机遇

根据新《合伙企业法》，合伙制企业将分为普通合伙企业和有限合伙企业。其中，有限合伙企业由普通合伙人和有限合伙人组成，普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任，有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任，合伙人可以是自然人、法人和其他组织。这种设置事实上为私募基金的规范化运作提供了一个新的选择，客户作为有限合伙人投入资金，而管理人以少量资金参与成为普通合伙人，具体负责资金的运作，并按照合伙协议的约定收取管理费。

新《合伙企业法》为有限合伙制扫除了部分发展障碍

第一，合伙企业既是一个组织实体，又以契约作为其成立的基础，有限合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制私募基金的法定内容比较少，比较自由，能够兼具组织实体和合同自由的双重优势，可以通过合伙协议灵活地约定合作内容与经营方式。例如，可以根据基金管理人（普通合伙人）的投资经营效益，在协议中约定灵活的分配方法，如收益提成、执行合伙事务的报酬等，从而有效设置激励措施，调动基金管理人的积极性。

第二，由于合伙人的数量可以为2 ~ 50个，这使得有限合伙制私募股权基金在保持私募性质的同时，具有较强的融资能力。我国《合伙企业法》规定，普通合伙人可以以劳务形式出资，这符合普通合伙人作为基金管理人主要提供管理服务的特点。然而，我国《公司法》却不允许股东以劳务形式出资，这也是公司制私募股权基金制度上不够灵活的一个方面。

第三，有限合伙制私募股权基金没有最低资本金的限制，而且基金管理人（GP）作为普通合伙人可以用劳务出资，从而最大限度地减少了现金投存，提高私募股权基金的收益率。在私募股权基金的实际运作中，有限合伙制私募股权基金投资者可以在基金已经决定投资于一个企业时，再将资金提交给管理者。然而，公司制或契约制的私募股权基金为了减少现金头寸，就需要频繁地修改注册资本或频繁地设立信托或给信托分期。

第四，有限合伙制私募股权基金合伙份额的转让较为灵活。按照我国《合伙企业法》第73条规定，有限合伙人向合伙人以外的人转让其在合伙企业中的财产份额时，其他合伙人没有优先购买权，只要提前30天通知其他合伙人即可。但是，我国《公司法》规定，有限公司股东转让股权时其他股东有优先购买权，这在一定程度上限制了股权转让的灵活度。

第五，合伙企业税后利润的分配没有限制，这符合私募股权基金运作的需要。根据我国《合伙企业法》第18条、33条和69条，合伙人利润分配额度无限制，概由合伙协议约定，无须强制提留公积金、准备金。如果私募股权基金采用有限合伙形式，则可以实现税后利润百分之百的分配，这符合私募股权基金高风险、高回报、高分配的需要。但是，我国《公司法》却规定，公司分配税后利润时必须提留10%的法定公积金，也就是说公司制的私募股权基金最大分配额度为税后利润的90%。需要引起注意的是，在我国《合伙企业法》生效后成立的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本土私募股权基金群体之中，绝大部分属于独立的私募股权基金，即没有大公司、大银行资本支持，也没有政府的资金背景，相反是由自然人合伙人创建的PE机构。这类PE机构通常由有着相互信任关系的若干富人或者投资界专业人士组成，我国《合伙企业法》相对宽松的设立条件与制度架构给予了他们充分的成长空间。

有限合伙制的前行之路并不平坦

尽管新的《合伙企业法》对有限合伙制的合法性做出了明确的肯定，但在实践中，私募股权基金以有限合伙制设立，仍然存在很多的现实障碍。首先，在工商登记环节，很多地方的工商管理部门对有限合伙制基金的注册登记还持怀疑态度，不知道该如何对其进行登记。据笔者在某省进行调研时发现，私募股权基金以有限合伙制进行登记时，需要省金融办的工作人员拿着新的合伙企业法和省金融办的相关规定，到工商部门现场协调。其次，在基金存续过程中，管理部门将其作为与公司一样的实体企业对待，因此会带来一系列的现实问题，比如，工会组织要求基金缴纳会费等。此外，在税收缴纳环节，有限合伙制基金也有很多问题尚待廓清，如普通合伙人的收益认定与税率适用，收益先分后税的适用范围等。目前大部分有限合伙制基金还没有项目退出的案例，很多税收方面的问题还没有暴露出来。

5. 创业板市场带来的财富效应

创业板市场主要为新兴的、高成长的、有潜在价值的中小企业提供融资和投资的市场。相对于主板而言，创业板市场在上市条件、上市审批、股票交易规则等方面的标准比主板市场要低。它处于第二层次，能满足那些一时无法在主板上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市，但成长性较高的中小企业融资。尤其重要的是，企业在创业板的上市审查不是看当期和过去的赢利水平和经营状况，而是注重它的成长潜力。简单地说，主板主要是从历史的角度看待企业，创业板则更看中企业的未来，企业的成长，企业的发展潜力。创业板的推出，使一部分中小企业融资难的问题在一定程度上得到缓解。

创业板市场引爆了中国的私募股权基金

创业板的推出，对社会投资的带动效应持续增强。在转变经济发展方式、调整经济发展结构的时代背景下，如何有效引导社会资金进行投资、增强经济发展的内生性动力是一项重要的任务。创业板推出是一个重大的利好消息，自从推出以来，不仅极大地激发了广大中小企业参与资本市场的热情，同时也有力地带动了风险投资、私募股权投资等民间资本的活跃与发展。

当一个地方发现了金矿时，一定有很多人去挖金子，同时必定有很多人去卖水和饮料。

创业板的财富示范效应，催生了私募股权基金的爆发式增长，卖水的公司也应运而生。证监会统计数据显示，截至2011年8月19日，创业板挂牌上市企业256家，融资总额超过1840亿元。这一数字，反映了创业板市场推出近两年来，对创业企业发展的支持效果初步显现。创业板进一步完善了创新型中小企业的融资链条，加快了科技成果的产业化。在创业板256家上市企业中，高新技术企业达237家，占比92.58%，一大批具有较强自主创新能力和较高成长性的创业企业在创业板上市，对于推动经济结构转型、落实国家自主创新战略正在发挥重要的推动和引导作用。

创业板推出的近两年，对战略性新兴产业的发展正在发挥很大的作用。创业板市场256家上市企业中，绝大部分是在环保节能、电子信息、生物医药、新能源的开发和利用、新材料生产和研制、文化教育等领域。创业板与战略性新兴产业的结合，是新时期经济发展和产业培育的新探索，意义重大。256家创业板企业总体上保持了较好的成长性和较强的赢利性。2011年创业板上市公司，上半年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营业收入同比平均增长34.03%，利润同比平均增长25.5%，创业板对创业企业的吸引、凝聚和带动支持作用日益显现。在创业板上市企业的高盈率驱动下，更多VC/PE支持的企业愿意选择在创业板上市，创业板逐步成为VC/PE退出的主渠道。

“三高”现象：泡沫不容忽视

创业板作为多层次资本市场体系建设的一个重要方面，已逐步实现了为新兴中小企业融资的功能。虽然运行两年来饱受争议，但对私募股权基金发展的积极作用不可否认。事实证明，创业板的推出，使得之前投资于创业板上市企业的私募投资股权基金获得了高额回报，巨大的示范效应引发了私募股权基金投资于创业板上市企业的热潮，争相扶植初创型企业，加速了创业型企业的发展，也为创业板储备了未来的上市资源。但正如万物皆有两面性，创业板尚处在初创阶段，其市场定位、审批程序和管理办法等各方面还需继续发展和完善。创业板开启的近两年来，其高发行价、高市盈率、高超募资金的“三高”现象也在放大创业板风险因素。创业板发行价对应的高市盈率是同期主板和中小板市盈率的数倍。以首批创业板上市公司中发行市盈率最高的宝德股份（300023）为例，其81.67倍市盈率远高出当时不足30倍的A股平均市盈率。虽然以往超高市盈率发行的创业板新股上市首日均能取得较高涨幅，但进入2011年，随着投资者对创业板高发行价、高市盈率、高超募资金的争议渐趋强烈，引起了一些投资者的担心，创业板新股以往动辄翻番涨幅的行情骤然发生了转变。当然，创业板存在“三高”，并不能简单地归咎于创业板本身，更不是创业板公司自身所造成的。作为资本市场上的一个创新品种，创业板有其存在的重大价值和意义，但毕竟推出不久，各方面的问题也难以避免，特别是来自于制度方面的缺陷以及部分投资者对创业板的认识还存在一定的误区，使得创业板在运行中确实出现了很多不尽如人意之处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 从全民炒房到全民 PE

随着私募股权投资行业逐渐向大众揭开神秘面纱，人们曾经耳熟能详的名词“全民炒股”、“全民炒楼”，现在又多了一个“全民PE”。探究这一现象还要从头说起。正是由于PE提供的想象空间，使得这一行业呈现出了爆发式增长。面对不同力量的博弈，PE因其天然的市场化属性，业已逸出了管理层预设的发展轨道，从官办主导的模式向市场自生自发的方向狂飙突进。从上海、北京、天津出现的竞争性优惠政策，到各地巨型产业基金的兴起；从银行、证券业的高歌猛进，到草根PE的遍地开花，一度被视为PE发展障碍的审核、融资和退出难题，都在无形中被逐渐消解和淡化。

热潮：钱潮涌动如火如荼

上市退出带来的高回报刺激着所有投资人的神经，随着市场化发行、发行市盈率的攀升，激发了投资者的热情，对于投行来讲，最直观的感觉就是钱多，钱真的太多了，对绝大多数私募股权投资机构来说，2011年绝对是个不缺钱的年份。动辄几十亿规模的新基金成立不断，昭示着一个很明确的信号，这个行业正如日中天。

2011年上半年，中外私募股权投资机构共新募基金73支，新增可投资于中国大陆的资本量为81.03亿美元；上半年共发生605起投资，已披露金额的538起投资，总量共计60.67亿美元；退出方面，上半年共有228笔VC退出交易，其中IPO退出达198笔。特别值得一提的是，今年上半年私募股权投资市场的投资金额，已经超过去年全年数额。与此同时，随着煤炭等资源领域投资受限，楼市股市持续低迷，规模庞大的民资也在迫切寻找出路，掀起新一轮PE热。财富效应的示

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

范，吸引了大量民间资金，成为继全民炒楼之后的又一投资热点。5月中旬，由中国风险投资研究院牵头在温州举办的“民间资本发展高峰会”，会场上1000多个座位座无虚席，甚至过道上都挤满了人。6月26日，温州成立了提供民间资本与项目运作对接服务的民间资金投资服务中心，政府欲以此引导民间资本投资传统产业的改造工程及电子信息、生物医药等朝阳产业。资金的涌入，中小板、创业板的高市盈率发行，带动了私募股权投资市场的繁荣景象。

为“全民PE”喝彩

目前的“全民PE”只是在以前PE太少的基础上发展起来的，产业资本向金融资本延伸是经济发展的必然规律，世界上许多顶级的私募股权基金都是产业资本发展而来，而我国经济经历了30年的高速发展，随着资本市场的成熟和国民财富管理意识的提高，PE迅速发展也就不足为奇了。中小板和创业板的巨大的财富效应引导资本涌入更有发展前景、更能满足人们需求的优质企业，从而推动我国的科学技术发展，并带动资源优化配置，使得满足人们需求的好产品迅速普及，这是历史发展的巨大推动力。没有PE，或缺少PE的时代，很多好技术、好产品和好设想都被束之高阁，而今天，这些好东西都很可能被我们的PE发掘出来推向市场。当然，全民PE也值得警惕，不仔细寻找优质企业，一味追逐有上市对象，不仅导致投资价格虚高、资本被浪费，而且滋生了“PE腐败”，为PE行业发展和被投产业乃至经济发展埋下了巨大隐患，目前全民PE正日益向“PRE-IPO”投资倾斜，这样下去就会产生PE泡沫，必将给PE行业造成巨大损失。尽管存在很多的问题，但PE的发展仍需要鼓励，市场最终会规范，实现优胜劣汰，对处于结构转型期的中国经济而言，需要促进中小企业的发展，尤其是其中的科技型和服务型企业的发展。

狂热之下的隐忧

谈到当前私募股权投资的狂热，赛富亚洲投资基金首席合伙人阎焱表示，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着行业的壮大，中国的企业家越来越“聪明”，对投资市盈率的期望值越来越高。创业板上市公司首发市盈率达到80倍，私募股权基金的进入门槛相应抬高，低于10倍市盈率的投资变得几乎不可能。如果这种趋势延续，今后几年内，人民币基金以套利为主的赚钱模式将遇到挑战。

随着全民PE热的升温，相关问题也次第显现。最为业界诟病的，即是公募化风险和利益输送。与国外不同，中国的PE管理界，吸引的并不只是投资专才。利用眼光与人脉合理增收的光环和诱惑，令诸多社会精英、退休官员纷纷加入这一领域。而越来越多的生产型企业，也开始尝试PE，或为主业整合助力，或干脆进入新的投资领域搏杀。

在海外，管理人应当是具备丰富经验和投资履历的专业人士，现在中国似乎人人都能做PE，这是经济上升周期的一种特殊现象。一位合资投行人士引用巴菲特的名言称，“只有海水退潮的时候，才知道谁在裸泳”。PE说到底还是有钱人的游戏，因此要有明确的监管法规，在募集阶段确保PE的投资者都是有实力的个人或机构。当前的现实是，很多不合格的投资者已经被PE的狂潮裹挟进来。无论是上海汇乐的投资者，还是通过银行购买信托类PE理财产品的高端客户，事实上多数都无法承受PE至少五年的投资期限。尽管人民币基金的募资现在还是风起云涌，但已开始显现阻尼效应。胡祖六指出，从全球的角度来看，受金融危机影响，保险基金、养老基金等投资人还是持比较谨慎的态度，PE融资的过程还是比较有挑战性的。PE大佬卓福民则讲了一个此前不久发生在美国的故事。在一次400人规模的LP（Limited Partner，有限合伙人）大会上，纪源资本的美国合伙人亲历了美国投资人投资中国意愿的减弱。因为现场有100位LP代表举手示意到过中国，但是只有不到40位LP代表举手表示愿意投资中国。那么，人民币基金的命运又将如何？是否仍将像之前一样火暴依旧？业界人士的答案并不乐观。

国家的宏观调控政策，实际上挤出了一些资金。有些资金对于PE的态度可能从原来的积极认同变得消极。此外，富裕人群对于投资PE提出的要求较多，也使得PE募资变得困难。创业板的火暴使得一些富裕的家庭、企业和个人愿意投资PE机构，但是他们有原生态的要求，如投资保底，此外，还要求参与基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理。综合来说，募资的难度有所增加。

7. 现在的私募股权基金还能玩吗

对于PE行业的从业者来说，目前掀起的全民PE热，令行业竞争加剧。建银国际投资银行部副总裁聂智湛认为，整个PE行业目前正处于募集资金非常轻松的时候，但这恰恰是PE投资最危险的时候。之前从事PE能赚大钱的现象将很难再现，今后真正能够赚钱的只会是少数PE。

PE行业暴利时代即将终结

一位知名PE合伙人指出，目前行业中存在的问题主要有两个：第一是缺乏人才，随着行业爆炸式发展，越来越缺乏综合且专业的投资人才；其次是目前行业不规范，由于缺乏专业性和管理混乱，很多私募股权基金必然会出现亏损，这样的行业洗牌将在近3年内要展开。深圳力合华清创业投资有限公司副总经理肖耀文认为，在国内PE行业竞争日益激烈的背景下，投资机构需通过提升增值服务和风险控制水平体现自身价值。清科研究中心董事总经理符星华也认为，PE行业暴利时代即将终结，PE投资战略和内部治理正走向一个新台阶，国内PE行业将迎来新的发展契机。业内人士也指出，PE带来的不仅仅是资本，还有渠道拓展、营销策略、品牌建设、内部管理、资本运营以及新技术新理念等各类有用的思路、信息和启迪。

随着我国经济持续的高速发展，国民收入大幅提高，民间财富迅速积累。目前我国民间富豪的迅速增加已引起世界私人银行业的普遍关注。私募股权基金投资具有自由度高，资金调度灵活，以及成本较低、运作机制灵活、监管宽松、保密性强等特点，还有其独有的运作方式都符合部分经济实力比较雄厚、具有一定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险承受能力的特定投资者。再加上目前原材料、劳动力成本不断上涨的情况下，越来越多的传统民营企业面临经营窘境。起早贪黑，苦苦经营一年，利润最多10%，而找准一个私募股权投资项目，动则有数倍利润。于是，这些传统民营企业的接班人纷纷借助父辈们积攒下来的第一桶金，在资本市场上展开腾挪术。然而，在不透明的交易制度下，一些不合格的基金管理人容易为了一己私欲，损失投资人的利益，使投资人遭受损失；而基金管理者出于逐利的目的而采取的非法操作，也使资金面临严重的道德风险。

互联网泡沫2.0会出现吗

当前中国互联网行业的火暴，甚至是日益严重的泡沫化现象，可以从一个侧面昭示中国当前私募股权投资的风险。在2000年前后，互联网行业曾经出现过一轮严重的泡沫，在当时一大批投资互联网企业的私募股权基金出现巨额亏损，在纳斯达克市场上，80%的互联网上市公司估值下跌80%。此后，私募股权基金也进入了一个低潮时期。

显示互联网行业泡沫的第一个征兆是私募融资的高估值。从2011年开始，互联网行业千万美元级别的融资不再成为新闻，乐淘网、24票、聚尚等大大小小网站都声称赢得了千万级的投资。其中，视频网站PPLive仅靠短短的几分钟就赢得了软银2.5亿美元的故事，早已在新闻媒体上传为佳话。融资规模更大的是京东商城，根据其C轮融资估算，投资方DST向京东商城投入了5亿美元，只换来了5%的股份，也就是说，京东商城目前的估值达到100亿美元。对于VC来说，如果在京东第一轮投资中投入10万元，那现在的估值将超过1亿元。

私募股权基金的投资热情也为互联网企业带来了大把大把的钞票，“快速烧钱”的现象再次出现。赶集网为一则热播的明星代言广告投下4亿元巨资，而凡客网则预计其2011年广告费用将达到10位数，也就是10亿元。事实上，亿元级的广告投入在国内互联网行业已不算大手笔，以有一定知名度的团购网站团宝网为例，其计划砸5.5亿元用于广告推广，而其竞争对手糯米网和美团网则分别计划投入2亿元和1.3亿元打广告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国互联网企业的创新匮乏是昭示泡沫的另一个重要征兆。热衷于挣快钱，模仿成功企业的商业模式，以上市作为首要目标，这是当前互联网企业发展的核心模式。几乎每个中国互联网公司都能找到美国公司的样板，“优酷”是中国的Youtube，钻石小鸟是模仿“蓝色尼罗河”，“当当”与亚马逊模式接近，“人人网”也被称为中国的Facebook。创新的匮乏衍生出团购网站“千团大战”般的尴尬。

种种迹象表明，发生在20世纪末美国的互联网泡沫，正在中国这个新兴的市场经济国家上演。互联网泡沫2.0是否会出现，私募股权基金最终的命运如何，我们将拭目以待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章

私募股权基金的理想模式
——有限合伙制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着全球经济不断发展，国际金融市场逐渐变得成熟，我国的资本市场也呈现出十分强势的增长姿态。在此背景下，我国的私募股权基金也得到了快速的发展，而私募股权基金的募集规模也随之呈现出稳健增长的态势。不过，在私募股权基金不断取得发展的同时，很多时候却往往需要合伙进行，尤其是有限合伙的形式，进而为合伙彼此赢取更加巨大的利润。本章深入阐释有限合伙的起源、优点、缺点等，力求使大家对之有一个理性的思考，以能够趋利避害。

1. 有限合伙制：美国私募股权基金的主流组织模式

在美国，私募股权基金发展的早期主要采取公司制。随后由于其治理结构不尽合理，治理效率较低，且存在双重税赋问题，渐渐不被采用。19世纪70年代末，一些富有的家族和个人、大企业、财务公司等积极参与基金募集公司的股权认购，当时的信托制以优于公司制的治理结构和经营效率，一度成为市场的主导。直到1916年，美国的《统一有限合伙法》颁布，有限合伙制在税负、权责分配、激励约束方面的优势逐渐凸显。由于其实现了人力资本与货币资本的有机统一，从而成为私募股权基金最主要的组织形式。从美国私募股权基金的实践来看，有限合伙制私募股权基金占私募股权基金总数的比例为80%，信托制为19%，公司制为1%。有限合伙制逐渐成为私募股权基金的主流组织形式，可以说是私募股权基金业发展至今最完善的一种组织形式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有限合伙制避免了双重征税

在税务方面，各国通行的做法是，只有在法律上具有独立主体资格的企业才征收企业所得税，而对不具有法人资格的企业不征收企业所得税。也就是说，对于具有法人资格的企业，企业的利润需要两次征税，即先对企业利润征收企业所得税，再对个人的投资收益征收个人所得税；而对于非法人组织，只向投资者征收个人所得税，而不向企业征收企业所得税。有限合伙制私募股权基金被看做非独立主体资格的营业组织，在税务上享受直流课税待遇，即私募股权基金在获得投资收益时，不必缴纳投资所得税，只是在将投资收益分配给其合伙人时，才由其合伙人缴纳投资所得税。这样，有限合伙制私募股权基金能够有效规避双重纳税的问题，通过降低税务成本，极大地降低了私募股权投资的运营成本。

合理的激励约束机制

在私募股权基金中，基金的投资者和基金的管理者（基金管理公司）之间存在着严重的信息不对称，因此，能否很好地解决两者之间的委托——代理问题是评价私募股权基金组织形式优劣的重要标准。有限合伙制私募股权基金通过一系列独特的组织制度安排与契约设计，能有效地形成对代理人的激励与约束机制。

在有限合伙制制度下，基金管理公司作为普通合伙人，负责资金的经营和管理，对基金的亏损和债务承担无限连带责任，而基金的投资者，只是以其投入的资金为限对基金的亏损和债务承担有限连带责任，这就将基金管理者的责任与投资的成败紧密联系在一起，促使基金管理者能认真负责地工作。

根据现代组织理论，当所有者与管理者存在信息不对称时，对管理者进行激励的一般手段是将组织的部分剩余索取权让渡给他们。在有限合伙制私募股权基金中，普通合伙人虽然只投入资本额的1%，但他们可以获得15% ~ 25%的投资收益，这种分配方式将基金管理者的个人收益与投资的业绩紧密结合在一起，作为一种长期的激励机制，使基金管理者能够全身心地投入工作，实现投资价值的最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权基金的普通合伙人一般为拥有投资专业知识的高端人才，具有丰富的管理经验，由他们负责管理合伙企业，进行投资决策，能够避免盲目投资，提高投资的回报率，使有限合伙人的投资得到最大程度的增值。由于普通合伙人对合伙企业的债务承担无限责任，因此必须谨慎投资。从“理性经济人”的假设出发，普通合伙人必然努力追求充满诱惑的高于投资数十倍的巨额回报，这种激励成了普通合伙人经营合伙企业的内在驱动力。同时，有限合伙人大量的闲散资金也得到有效利用，获得较高的回报率，最终实现有限合伙人与普通合伙人的“双赢”。

设立简单，管理灵活

此外，在设立和存续方面，有限合伙企业设立简单，管理灵活，而且具有一定稳定性。相对于公司来说，合伙企业设立条件宽松，没有最低注册资本和货币出资比例等强制性规定，设立的程序更为简单。相对于普通合伙而言，有限合伙制的稳定性强，有限合伙人的死亡、破产等对合伙并不产生实质性影响，一旦有合伙人死亡或退出，一般不会影响有限合伙的经营和存续；而相对而言，普通合伙的存续则经常会受到合伙人退出、死亡等情形的影响。另外，有限合伙不能随便抽回出资，这使得有限合伙企业在经济基础上具有了相当的稳定性。

2. 有限合伙制的起源及发展

有限合伙制度是一项古老而又陌生的制度。说它古老，因为它起源于一千年前，在欧美国家经济发展过程中起过重要作用；说它陌生，因为我国出台相关立法还不长，它在我国还是一个新生事物。

有限合伙制经过多年的发展，为企业制度和投资方式的多元化提供了较好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组织模式。有限合伙制是指在合伙组织中至少有一方是普通合伙人，并且至少有一方为有限合伙人，而有限合伙人不参与合伙的经营管理事务，只以出资额为限参与合伙收益的分配和风险负担，也仅以出资额为限对合伙的债务进行偿还。

诞生于中世纪的有限合伙制萌芽

有限合伙制产生于教会法占统治地位的欧洲中世纪。在当时，教会法是禁止放贷生利的。但是，随着经济的发展，特别是在十字军东征后带来的商业复兴和繁荣的时代．这种做法阻碍了资本的流动，成了商业发展的绊脚石。一方面，商业的发展与繁荣需要大量资本，而教会法却严禁放贷生利，尤其是在海上贸易中，这种矛盾表现得尤为突出。在此背景下，聪明的商人创造了有限合伙的前身康孟达契约。在康孟达组织中，一些人利用那些无法直接从事商事活动的有钱人提供的资金或货物来从事海上或者陆地商事活动，当这些贸易赢利时，出资人就和这些人分配利润。当经营失败时，出资人仅以自己的出资额为限承担有限责任。这些从事经营活动的人就是普通合伙人的前身，普通合伙人具体管理这种组织并对该组织的债务承担无限责任；出资人就是现在有限合伙人的前身，负有限责任。现代意义上的有限合伙组织就是以此种康孟达组织为雏形发展起来的。这种组织中的代理人就是今天普通合伙人的前身。

有限合伙制的法律规范

大约在15世纪时，这种康孟达契约经营方式开始朝着两个方向分化。一种转化为隐名合伙，即仅由企业家对外承担权利义务，资本家则不显名，资本家与企业家保持一种内部契约关系；另一种转化为两合公司，即资本家与企业家均显名，与企业家共同对外承担权利义务。后来，法国、德国、日本及我国台湾地区相继将这两项制度分别纳入了民商法典或公司法之中。但是，从根本上来说，两合公司制度并没有在大陆法系国家中得到进一步发展。相反地，两合公司制度由法国探险者和殖民者带入美国，逐渐演化为现代英美法中的有限合伙制度，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在英美国家得到了很大的发展。这是美国法中唯一不是来源于英国的法律。1822年，纽约州制定了全美第一部《有限合伙法》，1916年制定了《美国统一有限合伙法》，然后经过1976年和1985年两次修订，目前已日趋完善。英国则于1907年制定了《英国有限合伙法》。

我国的有限合伙制实践

从20世纪80年代开始，我国的一些城市就出现了有限合伙组织形式的尝试及实践。到了20世纪90年代，各地的高科技风险投资企业有的也采用了这种组织形式。随之，各地纷纷出台了一些规定来引导有限合伙制的发展。由于缺乏法律的明确规定，在实践中发生纠纷时，没有依据来指导具体的审判工作，因此最高人民法院在1988年颁布《关于贯彻执行〈中华人民共和国民法通则〉若干问题的意见》，在该意见中曾对有限合伙人承担无限责任做出了规定。根据该规定，只要向合伙企业提供了资金或实物并对分配利润做出约定的，就算不参与实际的经营也要承担无限责任。这一规定与1997年颁布的《合伙企业法》的规定是一致的。这样的规定对于市场经济的发展、对于商人的融资、投资都是极为不利的，这在一定程度上抑制了有限合伙的发展。到了2006年，我国修改了1997 年的《合伙企业法》，对有限合伙组织的各个方面做出了一些明确具体的规定：一般投资者以有限合伙人身份投入资金承担有限责任，而投资管理人则以少量资金介入成为普通合伙人并承担无限责任。合伙企业的合伙人可以包括自然人、法人和其他组织。这种设置事实上为私募股权基金的规范化运作提供了一个新的选择，有限合伙制以其特有的形式逐渐受到私募股权基金的青睐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 有限合伙人和普通合伙人的权利和义务

有限合伙制基金的基本构成

在有限合伙制中，合伙人分为有限合伙人和普通合伙人。有限合伙人是资本的主要提供者，出资额一般占到投资总额的99%，他们不参与基金的日常管理，只对基金承担有限责任。私募股权基金的有限合伙人一般是养老基金、捐赠基金、富裕的家庭和个人、保险公司、其他大公司、投资银行、外国投资者等。普通合伙人是基金的发起者和直接管理者，一般出资额为1%，对基金承担无限连带责任。普通合伙人可能是基金管理公司，也可能是专门从事私募股权投资活动的个人。普通合伙人每年按照所管理的资金总额提取2% ~ 3%的管理费，按年度或季度计发。在投资收益方面，有限合伙人得到75% ~ 85%，普通合伙人得到15% ~ 25%。对于管理费的提取比例和投资收益的分配比例及分配方式，普通合伙人和有限合伙人之间都可以灵活协商并写入合伙契约中。

在国外，有限合伙制基金的寿命期限一般为10年，在必要的情况下，也可以延长存续期限，但要按照合伙人之间的契约规定履行必要的程序，每次可延长1 ~ 2年，最多4年。投资收益可以是现金，也可以是有价证券。普通合伙人一般在现存合伙制基金的投资已基本完成的情况下，开始筹集新的合伙制基金。这样普通合伙人几乎每隔3年至5年的时间就要筹集新的合伙制基金，并同时管理几笔基金。每个基金都有不同的存续期限，并且每个有限合伙制基金在法律上是独立的，管理也是分开的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两类合伙人的区别与特征

有限合伙人与普通合伙人相区别的特征主要有以下几点：

（1）出资要求

在有限合伙中，有限合伙人负有大多数出资的义务，而且有限合伙人不得以劳务进行出资；相对而言，普通合伙人则只承担了较少部分的出资。在合伙关系的存续期间，有限合伙人出资给普通合伙人的财产，在法律形式上来看，就发生所有权的转移，该出资的财产转归普通合伙人所有，有限合伙人不再享有对该出资的所有权。而在普通合伙中，每个合伙人都必须出资或提供其他财产或劳务，合伙财产由全体合伙人共同所有。如我国的《合伙企业法》第十六条明确规定了普通合伙人的出资方式：合伙人可以用货币、实物、知识产权、土地使用权或者其他财产权利出资，也可以用劳务出资。第六十四条明确规定了有限合伙人的出资方式：有限合伙人可以用货币、实物、知识产权、土地使用权或者其他财产权利作价出资。有限合伙人不得以劳务出资。

（2）权利与义务的主体

在有限合伙中，普通合伙人是合伙的权利主体，普通合伙人的行为代表着合伙的行为，可以代表合伙企业与第三者发生法律关系。而有限合伙人却不是权利主体，既不能代表合伙企业，也不能与任何第三者发生法律关系，对于外无任何权利义务可言。在普通合伙中，每一位合伙人都既是权利主体又是义务主体。

（3）管理与经营权

有限合伙的管理和经营仅归普通合伙人享有，其法律地位和普通合伙中合伙人的法律地位相似。从合伙内部的经营管理来看，普通合伙人对企业享有独占的管理权和决定权，有限合伙人并不参与合伙组织的经营管理，有限合伙人行为对合伙企业也没有约束力，有限合伙人对合伙事务只有检查权而无执行权；在普通合伙中，每个合伙人都共同参与合伙企业的经营和管理，每个合伙人都可以代表合伙企业实施管理行为，产生的法律后果都由合伙组织来承担。

（4）对债务的个人责任

普通合伙人与有限合伙人的最重要差别在于二者对合伙企业债务承担的个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

责任不同。普通合伙人以其全部的资产对合伙企业的债务承担责任，有限合伙人仅以其出资额为限对合伙企业的债务承担责任。

（5）有限合伙人发生退出、死亡和破产等情况并不影响有限合伙的存续，并不发生解散合伙的法律后果。在普通合伙中，合伙人的权利义务是平等的，一旦有合伙人发生死亡或退出的情况，就很有可能会对合伙的存续产生重要的影响。

4.有限合伙契约条款

在有限合伙制基金中，有限合伙人与普通合伙人之间的契约具有很大的灵活性，契约条款的具体内容可以在法律规定的范围内自由协商。有限合伙人与普通合伙人之间的主要契约内容包括以下几个方面：

（1）基金寿命期：根据Venture Economics的调查，72%的有限合伙制基金的存续期限是10年。所有的有限合伙制基金的契约条款都包括延长基金存续期限的条款，其中有52%的契约规定必须在某种程度上得到有限合伙人的同意，48%的契约将该项权力完全交给了普通合伙人。大多数的契约都规定基金的可延长期限是3年，最多可再延长一年。在基金合法存续期结束时，所有的现金和股权将被分配下去，最后由普通合伙人提交财务报告。

（2）注资计划：根据统计，有限合伙人一般需要在基金成立时先注入一定数量的资金，剩余部分可以在以后逐步追加。大多数基金契约规定有限合伙人的首期投资占总投资额的25% ~ 33%，其余部分分期注入（如每年25%）。有限合伙人对于向基金注入资金的时间，有很大的控制权。

如果有限合伙人违背基金的注资规定，他们会受到多项惩罚，包括减少早期投资股权的百分比和取消他们撤回已注入资金的权力。这种惩罚依据不同的情况，也有很大的区别。

（3）报酬：普通合伙人从合伙企业获取投资报酬的途径有两个：管理费和投资收益分红。根据Venture Economics的统计，超过50%的基金契约规定普通合伙人可以按照他们管理的基金总额提取2.5%的管理费，其余的大部分基金契约规定普通合伙人按照他们已经投资的资本数额来计算管理费，只有7家基金的契约规定管理费的计算基于所投资企业估计值。基金的基本管理费用一般随着通货膨胀率的上涨而上涨。在Venture Economics统计的基金中，有88%的基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给予普通合伙人20%的投资收益，其余的基金中，普通合伙人获取的投资收益为15% ~ 30%不等。

（4）收益的分配：Venture Economics的统计结果表明，有一半的基金契约中规定将每年实现的利润分红。在所研究的契约中，有29%的普通合伙人被赋予从投资收益中提取利润的权利而没有限制条款，而另外的基金契约则规定，在有限合伙人全部收回其投资之前，普通合伙人不得提取利润。契约一般赋予普通合伙人选择按照现金还是证券分红的权利。一般当一家企业取得成功时，他的股票在SEC登记并且公开发行，这时基金不能立即出售他们所持有的股票。这些股票可以根据基金合伙人的投资比例分给投资者，也可以由基金继续持有，负责保管到将来某一日期，或者在第二次公开发行时将它们变为现金。如果是以股票的形式分配给有限合伙人，其价格按照分配前一日股票的市场价格确定。

（5）报告和会计政策：所有被调查的基金都同意向有限合伙人提供定期的关于被投资企业价值评估和发展进度的报告。有限合伙人每年和普通合伙人举行一次例会。由于基金的投资对象是非上市的公司，而且具有很大的不确定性，因此准确估算投资价值是非常困难的。普通合伙人只有在价格高位完成交易时，才会按该价格计算投资价值，如果没有这样的交易发生，他们一般是将投资成本作为报告的基础。这样的会计政策会导致大多数基金在最初的几年里，报告的投资收益都是负的。

（6）特别的利益冲突：大多数基金契约都规定普通合伙人用于管理该基金的时间比例。也有少部分基金的契约限制普通合伙人与被投资企业联合投资或者从该企业取得证券。有些契约规定，普通合伙人后续发起成立的基金，不能与其管理的其他基金投资于同一家企业。另外的一些基金契约阻止普通合伙人组建新的基金，直到已成立的基金将一定比例（如50%）的资本投入企业中。

（7）特别咨询委员会：在Venture Economics调查的76家基金中，有41家建立了正式的咨询委员会，另外的17家建立了非正式的咨询委员会。在这些正式咨询委员会中，有19家要求有有限合伙人的代表参加。另外的18家基金建立了只包括有限合伙人的委员会，这些委员会不同于特别咨询委员会。建立特别咨询委员会和其他委员会的目的是使有限合伙人有机会了解投资项目和接近技术专家。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些委员会还经常被设计成传统的董事会结构，对基金的运作给予监督和指导。还有一些咨询委员会的成员被赋予特殊的责任，其中最主要任务的是估算被投资企业的价值。

4. 有限合伙人的构成

有限合伙人是有限合伙制私募股权基金的主要资金提供者。在国际上，有限合伙人主要由机构投资者构成。纵观美国私募股权基金发展历程，早期的资本主要来源于政府投入，但随着私募股权基金的不断发展，金融机构、养老基金、捐赠基金、私人资本成为私募股权基金的主要来源。目前，美国的公共养老基金和企业养老基金是私募股权基金最大的投资者，两者的投资额占到私募股权基金总资金额的30% ～ 40%。组合基金，赢利性资产管理公司在私募股权投资方面的资金配置也在迅速增加，此外，保险公司、银行、富有的家族和个人也是重要的资金来源。具体数据见表3-1。

表3-1　美国私募股权基金的资金来源（%）

投资者	2005年度	2006年度
公共养老基金	22	26.6
公司养老基金	10	12.3
工会养老基金	1	1.4
银行和金融服务机构	6	9.8
保险公司	12	7.5
捐赠基金	10	7.7
家族	11	6.8
富有个人	10	10.1
组合基金	13	13.9
其他	5	3.9
数据来源The PE Analyst 2006 Sources of Capital Survey；PE Analyst,2007（4）:36		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据欧洲创业投资协会（EVCA）的最新统计，2009年欧洲股权投资基金的资金构成如图3-1所示。由此可见，在欧洲，银行对私募股权基金的投资占比较大，来自养老基金、组合基金、政府机构和保险公司的资金也较为充足。

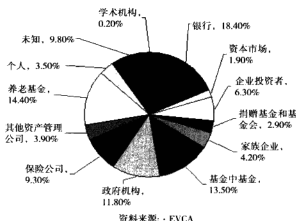


图3-1 欧洲股权投资基金募集资金来源结构

（1）养老基金

养老基金是一类特殊的机构投资者，他们拥有数额庞大的存量资金，而且每年的现金流入和现金支出相对稳定，应付短期偶然性偿付的流动性需求较低，但退休基金从积累到偿付的时间跨度很长，资产保值增值和抵御通货膨胀的压力较大。因此，退休基金追求长期投资收益，可以适度投资于收益较高、周期较长的风险资产，如私募股权投资。

（2）捐赠基金

国外高校的捐赠基金是一类重要的机构投资者。美国高等教育的财务支持体系与中国有很大的差别，大部分高校的主要支出都要靠校友或者社会的捐赠，捐赠会给学校带来大量资金沉淀，对于名牌大学，这一基金的数额非常庞大。例如哈佛大学2010年的捐赠基金就高达370亿美元。这些大学捐赠基金大多数都通过有限合伙制私募股权基金来进行投资，但是也有很多直接投资于与学校或者研究机构相关联的研究项目。

（3）金融机构

金融机构主要包括银行、证券公司和保险公司等。银行和证券公司参与私募

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股权投资，一方面是出于分散化投资的需要，配置一定比例的高风险高收益资产；另一方面是利用自身的业务和资源优势，发挥私募股权投资与其他金融活动的协同效应，降低投资和管理成本。保险公司的现金流特征和风险偏好类似于退休基金，其投资动机也与退休基金较为接近。

（4）私人投资者

私人投资者是指将其自有资金投入到私募股权领域的富裕家庭和个人，他们一般都是风险承受能力很高，同时又追求长期投资收益的一类投资者。天使投资者是私募股权投资领域的一部分，他们将自有资金直接投资给创业企业，并利用自身的专业知识和经验帮助创业企业成长，是早期发展阶段创业企业的重要资金来源。

（5）组合基金

对于一些规模较小，投资私募股权基金时间不长或者从未投资过私募股权基金的养老基金，捐赠基金或其他机构投资者来说，通过投入组合基金可以更容易地将资金投入到优秀的私募股权基金中。组合基金已经成为私募股权基金领域内的重要有限合伙人。组合基金的管理者与业内的优秀基金有着密切的联系，他们可以帮助大型的投资机构投资于优秀的私募股权基金。

5. 我国有限合伙制度存在的不足

世界上没有完美的事物，同样地，有限合伙作为一种商事组织形式，其在具有上述优点的同时也具有一些固有的缺点。我们要认真分析这些不足，以便更好地扬长避短。

设立登记制度不利于保护第三人利益

我国并没有单一的《有限合伙法》，而是将有限合伙制度在《合伙企业法》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中进行了规定，这样就使得有限合伙企业并没有独立的设立程序，而是采取与传统的合伙制大体一样的设立程序。新《合伙企业法》并没有对合伙的设立、合伙人身份转换等事项做出强制性规定，这样的立法不利于保护第三人的利益，不利于维护交易的安全，影响了有限合伙作用的发挥。在现实生活中，第三人查阅合伙企业的登记档案的途径也不是很多，这样就更不于利保护第三人的利益。前面已经论述，在有限合伙企业中，有限合伙人承担的有限责任只以其对有限合伙企业的出资为限。为保护与有限合伙企业交易的第三人的利益，多数国家都对有限合伙的登记制度做出了强制性的规定。例如，在英国，有关部门将有限合伙的注册内容汇编成册，这样，每个人都可以采用有偿的方式来查阅其内容。同时，在英国，从注册当局获得注册证书及经注册当局确认的报告书的复印件具有诉讼证据的效力。与此同时，英国法律还对有限合伙中的合伙人变更做出了特殊的规定，即当合伙人的身份发生变化时，该合伙人必须于七天之内通知登记机关。

合伙人数的规定不利于募集资金

新《合伙企业法》第61条规定：“有限合伙企业由二个以上五十个以下合伙人设立；但是，法律另有规定的除外。”有限合伙限制了投资人的人数，在一定程度上限制了有限合伙企业可以聚集的投资资本，不利于进行大规模的投资。而发达国家的立法一般没对有限合伙的人数进行限制。我国设立50人上限的目的是为了防止有人利用有限合伙形式进行非法集资活动。不可否认，近年来，社会上确实出现了一些非法集资活动，而且屡禁不止，这也充分说明了社会上确实存在着对资金的强烈渴求，也充分说明了持有资金的人没有更好的投资渠道。由此可以看出，我国企业的融资渠道比较单一，无法满足投资与融资需要之间的矛盾。有限合伙这种融资形式可以帮助一些资金缺乏的企业提供适当而合法的融资方式，另外，也为投资者提供了一种全新的投资方式。总之，为了充分体现有限合伙制度的优越性，应当对有限合伙人数限制进行完善。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未对有限合伙人抽逃出资的责任做出规定

新《合伙企业法》的第六十五条规定："有限合伙人应当按照合伙协议的约定按期足额缴纳出资；未按期足额缴纳的，应当承担补缴义务，并对其他合伙人承担违约责任。"这一条可以看做是新《合伙企业法》对虚假出资的法律后果的规定。这是因为未足额缴纳出资的最主要情形就是虚假出资。然而，我国新《合伙企业法》却并未对抽逃出资这种情形做出规定。在我国《合伙企业法》现有的规定中，如果发生有限合伙人抽逃出资的情况，只能依据"合伙人不得从事损害本合伙企业利益的活动"这一规定予以处理。而在这一相似的问题上，我国的《公司法》却规定得相对详尽，值得参考。《公司法》第二百条规定："公司的发起人、股东虚假出资，未交付或者未按期交付作为出资的货币或者非货币财产的，由公司登记机关责令改正，处以虚假出资金额百分之五以上百分之十五以下的罚款。"第二百零一条规定："公司的发起人、股东在公司成立后，抽逃其出资的，由公司登记机关责令改正，处以所抽逃出资金额百分之五以上百分之十五以下的罚款。"由此可以看出，《公司法》对于抽逃出资这种情形责任的规定比较具体和详尽。由于有限合伙中存在对合伙企业的债务只承担有限责任的有限合伙人，因此，新《合伙企业法》中应对出资者虚假出资、抽逃资金的责任做出规定，以保护债权人的利益。

普通合伙人缺失后合伙状态的规定不利于合伙企业的稳定

新《合伙企业法》第75条规定："有限合伙企业仅剩有限合伙人的，应当解散；有限合伙仅剩普通合伙人的，转为普通合伙企业。"但并没有规定一个有利于有限合伙稳定发展与补救的方法。对于这一问题的处理，美国《统一有限合伙法》规定值得借鉴。美国《统一有限合伙法》规定了有限合伙不会因为个别合伙人的退伙而解散的情况。即在普通合伙人退出后90天内，如果所有的合伙人以书面形式同意继续有限合伙的营业，则有限合伙可以继续经营。从这一点上来看，美国的《统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

—有限合伙法》的规定相对科学，能够进一步提高有限合伙企业的稳定性。

6. 我国有限合伙制度完善的建议

关于有限合伙的人数及主体范围

对于有限合伙的人数的规定，世界上主要有两种立法例，即限制主义和不限制主义。从英美等国的实践情况来看，限制主义与不限制主义将导致不同的结果。英国的有限合伙发展较慢的一个主要原因就是在有限合伙的人数问题上采取了限制主义。这使得英国的有限合伙规模一般比较小，同时其筹集资金的能力也就相对较弱。相反地，美国有限合伙发展较快的一个主要原因就是在有限合伙的人数问题上采取了不限制主义。这使得美国的有限合伙的规模相对较大，甚至可以上市来筹集资金。通过比较发现，对有限合伙的人数采用不限制主义更加有利于有限合伙的发展。

但从另一个角度讲，为了进一步促进有限合伙制度的发展，必须对合伙人确立相关的制约机制。如国家公务员，如果其投资于合伙企业，就有可能利用其职权为合伙企业谋利。我国应该根据国情对有限合伙人的主体范围做出界定，禁止国家公务员作为有限合伙企业的合伙人。

关于有限合伙人的权利义务

新《合伙企业法》并未就有限合伙人享有的权利和义务做出较为系统的规定。我国的《公司法》对股东的权利义务进行了详细的规定，这使得股东在自己的权利受到侵害时，股东可以直接依据《公司法》中关于股东权利的规定来维护自己的权利。同时，《公司法》中也有关于股东义务的规定，当股东不履行自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的义务时，有关人可以依照《公司法》关于义务的规定来维护公司的利益。新《合伙企业法》应该和《公司法》一样，对有限合伙人的权利和义务做体系性的规定，以更好地维护有限合伙人的权利，限制有限合伙人的权利滥用。例如，可以规定知情权、咨询权、利润分配权，依约定参与合伙人会议权等。

关于普通合伙人缺失后的存续问题

在我国，为适应市场经济发展的要求，应该完善普通合伙人缺失后，有限合伙企业的存续问题。在普通合伙人缺失的情况下，如果全体有限合伙人同意以公司的方式来运作完成投资的发展，我国立法应当允许只剩下有限合伙人的有限合伙企业转化为有限责任公司。这是因为：从有限合伙制度的实践上来看，从事私募股权投资的有限合伙企业前期规模一般较小，合伙人们都希望有限合伙企业能够转变为经营规模较大的有限责任公司或者股份有限公司。私募股权投资的目的就在于通过股权转让，一次性地为投资者带来尽可能大的市场回报。在目前我国的法律制度下，即使投资成功，合伙人们想要把有限合伙企业转为有限责任公司或股份有限公司也要先进行清算，再通过程序设立公司。这样的程序比较繁琐，不符合市场经济的效率原则。因此，建议我国对普通合伙人缺失后，有限合伙企业形态的规定进行修改，使我国的有限合伙企业能够在有限合伙人缺失后，经普通合伙人同意而转为有限责任公司或股份有限公司。

此外，新《合伙企业法》第61条第2款规定："有限合伙企业至少应当有一个普通合伙人。"这一规定也不利于有限合伙人的投资。在这一问题上，美国《统一有限合伙法》规定得值得借鉴。美国《统一有限合伙法》规定了有限合伙不会因为个别合伙人的退伙而解散的情况。即在普通合伙人退出后90天内，如果所有的合伙人以书面形式同意继续有限合伙的营业，并且指定了一名或几名新的普通合伙人的，则有限合伙可以继续经营。可以看出，美国《统一有限合伙法》的这一规定更加符合当今市场的运行模式。因为在私募股权投资领域中，掌握投资技能的往往只是少数人，这些人在有限合伙企业中往往充当着普通合伙人的角色，而为有限合伙企业提供资金的多数人则是有限合伙人。在这种模式下，作为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普通合伙人的一个人就可以与提供资金的多数人组成有限合伙企业。有限合伙相对于普通合伙而言，意味着资合因素的引入，所以有限合伙人的变动实质上并未对有限合伙企业本身产生本质上的影响。在我国目前的法律制度下，假设这个有限合伙企业只有一名普通合伙人，而这名普通合伙人在投资将要成功时死亡，当发生这种情况时，根据新《合伙企业法》第75条的规定，有限合伙企业将解散，如此，有限合伙人的投资就遭受了巨大的损失。因此，在这种情况下，我国的规定应当借鉴美国《统一有限合伙法》，引入“所有的合伙人在普通合伙人退出后90天内以书面形式同意继续有限合伙营业，并指定了一名或一名以上的新普通合伙人的，则有限合伙不因任何退伙事由而解散和被要求歇业”的规定，这样修改后就能更好地保护有限合伙人的利益。

关于滥用有限责任的后果

首先，对有限合伙人执行合伙事务的法律后果做出规定。有限合伙人对合伙企业以其出资额为限承担有限责任，与此相适应地规定了有限合伙人不得执行合伙企业的事务，而由普通合伙人执行合伙企业的事务。在这一问题上，我国新《合伙企业法》的规定在一定程度上借鉴了美国立法的规定，在新《合伙企业法》的第六十八条作出了规定。然而，在规定有限合伙人不得执行合伙事务的同时，却并未规定，如果有限合伙人执行了合伙事务之后将要承担怎么样的法律后果。这一规定的欠缺，使得有限合伙人不执行合伙事务的规定没有保障手段，而难以得到实施。

其次，对有限合伙人有限责任滥用的情形及其预防措施做出规定。在《公司法》上，针对股东的有限责任的滥用问题，产生了“法人人格否认制度”，即在股东与法人人格混同时，否认法人的独立人格，从而否认股东的有限责任。在有限合伙中，有限合伙人承担有限责任，自然就存在有限合伙人滥用有限责任的可能。而相应的新《合伙企业法》中应当对此做出防范。然而我国现有的新《合伙企业法》都并未对此作出规定。因此，我国的《合伙企业法》应当仿照《公司法》上的“法人人格否认制度”对这一问题做出规定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于有限合伙人授权经营的责任

新《合伙企业法》第七十六条规定："第三人有理由相信有限合伙人为普通合伙人并与其交易的，该有限合伙人对该笔交易承担与普通合伙人同样的责任。有限合伙人未经授权以有限合伙企业名义与他人进行交易，给有限合伙企业或者其他合伙人造成损失的，该有限合伙人应当承担赔偿责任。"这是我国新《合伙企业法》中规定得比较好的地方。然而，该条的第二款规定却有许多问题。第二款规定的"未经授权"并不准确，或者说，没有相关的规定来明确这个"未经授权"的范围，其并未说明到底是谁有权授权，这就造成了实践中的问题。此外，授权的范围、授权的方式等相关问题也十分不明确，这些都造成了实践中的问题。因此应将有限合伙人授权经营的问题做比较详尽的规定以适应实践的需要。

7. 附录：私募股权基金有限合伙协议（范本）

第一章 总则

第一条 根据《中华人民共和国合伙企业法》（以下简称"《合伙企业法》"）及有关法律、行政法规、规章的有关规定，经协商一致订立本协议。

第二条 本合伙企业为有限合伙企业，是根据协议自愿组成的共同经营体。全体合伙人愿意遵守中国国家有关的法律、法规、规章，依法纳税，守法经营。

第三条 本协议条款与法律、行政法规、规章不符的，以法律、行政法规、规章为准。

第四条 本协议经全体合伙人签署后生效。合伙人按照本协议享有权利，履行义务。

第五条 本协议承诺，不以任何方式公开募集和发行基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 合伙企业的名称和住所

第六条 合伙企业名称：xxxx股权投资基金。

第七条 住所：xxxxx

第三章 合伙目的和合伙经营范围及合伙期限

第八条 合伙目的：从事投资事业，为合伙人创造满意的投资回报。

第九条 合伙经营范围：受托管理私募股权投资基金，从事投融资管理及相关咨询服务。

第十条 合伙期限为7年，上述期限自合伙企业的营业执照签发之日起计算。全体合伙人一致同意后，可以延长或缩短上述合伙期限。

第四章 合伙人的姓名或名称及其住所、合伙人的性质和承担责任的形式

第十一条 本合伙企业的合伙人共xxxx人，其中普通合伙人为xxxx人，有限合伙人为xxxx人。除本协议另有规定外，未经全体合伙人一致同意，不得增加或减少普通合伙人的数量。各合伙人名称及住所等基本情况如下：

（一）普通合伙人

xxxx投资管理有限公司

住所：

证件名称：

证件号码：

（二）有限合伙人

1. xxxx

2. xxxx

3. xxxx

第十二条 普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任；有限合伙人对合伙企业的责任以其认缴的出资额为限。

第十三条 经全体合伙人一致同意，普通合伙人可以转变为有限合伙人，或者有限合伙人可以转变为普通合伙人，但须保证合伙企业至少有一名普通合伙人。

有限合伙人转变为普通合伙人的，对其作为有限合伙人期间合伙企业发生的债务承担无限连带责任。普通合伙人转变为有限合伙人的，对其作为普通合伙人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期间合伙企业发生地债务承担无限连带责任。

第五章 合伙人的出资方式、数额和缴付期限

第十四条 本合伙企业总出资额为人民币xxxx 亿元。

第十五条 合伙人的出资方式、数额和缴付期限；

1. 普通合伙人的出资情况

（单位：万元）

序号	合伙人姓名	出资方式	认缴出资额	首期出资	占全部认缴额的比例	首期出资期限	剩余出资期限	所占比例
1								

2. 有限合伙人的出资情况

（单位：万元）

序号	合伙人姓名	出资方式	认缴出资额	首期出资	占全部认缴额的比例	首期出资期限	剩余出资期限	所占比例
1								

第十六条 作为合伙企业之资本，合伙协议签字之日起15个工作日内，各合伙人应向合伙企业缴纳其认缴出资的30%，即为首期出资。

第十七条 后期出资按照资产管理公司指令拨付，所有出资应自合伙协议签订之日起24个月内全部付清。如果合伙人不能按规定缴纳首期出资，则该合伙人应赔偿其他合伙人因合伙企业不能设立之损失，损失包括但不限于合伙企业开办费用及按一年期银行贷款利率计算的其他合伙人已出资资金成本；如果合伙人不能按时缴纳后期出资，则履行出资义务的其他合伙人有权以该投资人前期实际出资额的70%最为投资股本，重新计算合作各方之间的出资比例。

第六章 利润分配、亏损分担方式

第十八条 合伙企业的利润，由合伙人按以下方式分配：

1. 对于合伙企业取得的项目投资收益，普通合伙人将获得收益分成，比例为合伙企业投资收益总额的20%；

合伙企业投资收益总额中除普通普通合伙人受益分成之外的部分，由所有合伙人根据实缴出资额按比例分享。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 计提办法：合伙企业的平均年收益率为达到6%时，所有合伙人按权益比例分配受益；合伙企业年平均收益率达到并超过6%（含）时，普通合伙人方可按以下现金流分配顺序中确定标准提取受益分成。

现金流分配顺序：本合伙企业自设立之日起三年后，不再进行循环投资，资本回收账户的现金按下列顺序分配：

（1）有限合伙人按原始出资额取回出资；

（2）普通合伙人按出资额取回出资；

（3）有限合伙人按原始出资额取回6%/年的门槛受益；

（4）普通合伙人按原始出资额取回6%/年的门槛受益；

（5）本合伙企业收益率超过了6%/年时，普通合伙人可以按照基金总收益的20%提取收益分成，剩余80%的收益由所有合伙人按照权益比例分配。

3. 分配时间：本合伙企业对每年度（本合伙企业的营业执照签发之日起的一年时间为一个年度，以下同）已实现并收回的利润全部进行分配，每年度分配一次利润；如果代表三分之二以上表决权的合伙人表决通过后，可以在其他时间进行分配。

4. 合伙人违反本协议的约定未按期缴纳出资的，合伙企业在向其分配利润和投资成本时，有权扣除其逾期交付的出资、违约金等费用。如果其应分配的利润和投资成本不足以补足上述款项的，应当补缴出资并补交上述费用。

第十九条 合伙企业费用

合伙企业应直接承担的费用包括与合伙企业之设立、运营、终止、解散、清算等相关的下列费用：

1. 支付给资产管理公司的管理费用；
2. 开办费；
3. 合伙人会议费用；
4. 托管机构发生的托管费；
5. 合伙企业年度审计所发生的审计费；
6. 必要的媒体费用；
7. 合伙企业自身发生的与投资业务及投资项目无关的其他律师费和咨询费等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合伙企业费用由合伙企业支付，并在所有合伙人之间根据其实缴出资额按比例分配。

作为资产管理公司对合伙企业提供管理及其他服务的对价，各方同意合伙企业在其存续期间应按下列规定向资产管理公司支付管理费；投资期间按照合伙企业承诺总出资额的2%收取年度管理费用，培育期和回收期内按投资项目尚未退出的投资成本的2%收取年管理费；如果回收期延迟一年，则管理费按投资项目尚未退出的投资成本的1%收取年管理费。

管理费每半年收取一次，首次管理费的支付，由本合伙企业于设立后的五个工作日内支付给资产管理公司；后期的支付时间是在上次支付日后延六个月的前五个工作日之内。

第二十条 本合伙企业发生亏损时的债务承担：

1. 普通合伙人对合伙企业的债务承担无限连带责任；

2. 有限合伙人对合伙企业的债务以其认缴的出资额为限承担责任；

3. 合伙财产不足以清偿债务时，债权人可以要求普通合伙人以其所有的全部财产清偿。

第二十一条 有限合伙人的自身财产不足以清偿其与合伙企业无关的债务的，该合伙人可以以其从合伙企业中分取得收益用于清偿；债权人也可以依法请求人民法院强制执行该合伙人在合伙企业中的财产份额用于清偿。

人民法院强制执行有限合伙人的财产份额时，应当通知全体合伙人。在同等条件下，其他合伙人有优先的购买权。

第七章 合伙事务的执行

第二十二条 本合伙企业由普通合伙人执行合伙事务。执行合伙事务的合伙人（以下简称“执行合伙人”）对外代表合伙企业。

第二十三条 全体合伙人对本合伙企业事务的执行以及执行合伙人的选择产生方式等事项约定如下：

1. 由执行合伙人xxx投资管理有限公司委派xxx 负责具体执行合伙事务，执行合伙人确保其委派的代表独立执行有限合伙的事务并遵守本协议的约定。

2. 本合伙企业同时委托执行合伙人xxx投资管理有限公司作为资产管理管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司负责提供资产管理和投资咨询服务，资产管理公司并负责对合伙企业进行管理，对投资过程进行监督、控制。本合伙企业成立后，应与资产管理公司签订委托管理协议。

3. 有限合伙人有权对合伙企业的经营管理提出建议。执行合伙人执行下列事务必须按照以下方式处理：

（1）对于拟投资的项目，必须取得本合伙企业的投资决策委员会（关于本合伙企业的投资委员会的组成、职权等见本协议第［三十二］条的相关规定）过半数通过后，方可进行投资。

（2）除法律、法规和本协议另有规定外，合伙企业进行与投资项目相关的对外划款、转账均应按照投资决策委员会的决定处理。

4. 不参加执行事务的合伙人有权监督执行合伙人执行合伙事务，检查其执行合伙企业事务的情况。

5. 执行合伙人不按照本协议或者全体合伙人的决定执行事务的，其他合伙人有权督促执行合伙人更正。

第二十四条 执行合伙人的权限：

1. 执行合伙企业日常事务，办理合伙企业经营过程中相关审批手续。

2. 负责合伙企业与资产管理公司之间的资产管理协议的签订，通过签订资产管理协议由资产管理公司对合伙企业的财产进行管理。

3. 代表合伙企业与资金托管银行签署资金托管协议。

4. 代表合伙企业签订其他合作协议，负责协议的履行。

5. 代表合伙企业对各类股权投资项目进行管理，包括但不限于负责合伙企业的投资项目筛选、调查及项目管理等事务。

6. 代表合伙企业处理、解决合伙企业涉及的各种争议和纠纷。

7.［其他］

第二十五条 执行合伙人可独立决定更换其委派的代表，但更换时应书面通知合伙企业，并办理相应的企业变更登记手续。合伙企业应将执行事务合伙人代表的变更情况及时通知有限合伙人。

第二十六条 不执行合伙事务的合伙人有权监督执行合伙人执行合伙事务的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况，有权监督合伙企业的资产及账户，包括有权聘请外部审计单位对合伙企业的资金及账户，包括有权聘请外部审计单位对合伙企业的财务状况和经营成果进行审计，相关费用由该不执行合伙事务的合伙人自行承担。

执行合伙人应当按季度向其他合伙人报告事务执行情况以及合伙企业的财务状况和经营成果，其执行合伙事务所产生的利润归全体合伙人组成。合伙人会议根据相关法律、法规的规定和本协议约定对本合伙企业事项作出决议。

第二十八条 合伙人会议分为定期会议和临时会议，由执行合伙人负责召集和主持。召开合伙人会议，应当提前7日通知全体合伙人，并将会议议题及表决事项通知全体合伙人。定期会议每年至少召开一次；经普通合伙人或代表有限合伙人实际出资额30%以上的有限合伙人提议，可召开临时会议。

第二十九条 合伙人按照合伙人会议的有关规定对合伙企业有关事项作出决议，合伙人会议由全体合伙人按照表决时各自实缴出资比例行使表决权，合伙人会议作出决议必须经代表过半数表决权的合伙人通过，但法律另有规定或本协议另有约定的除外。

第三十条 合伙企业事项的处理方式

合伙人会议由全体合伙人组成，是本合伙企业的最高权力机构。合伙人会议行使的职权，包括但不限于：

1. 决定本合伙企业的存续时间；
2. 决定本合伙企业增加或减少承诺资本总额；
3. 决定本合伙企业合伙协议的修改；
4. 决定本合伙企业解散及清算方案；
5. 批准与资产管理公司的《委托管理协议》及修改；
6. 批准资产管理公司拟定的基金投资决策管理条例；
7. 决定本合伙企业的财务审计机构、法律顾问；
8. 决定本合伙企业的分配方案；
9. 评估资产管理公司的业绩表现。

合伙人会议所作的上述决议必须经代表实际出资额三分之二以上表决权的合伙人通过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十一条 普通合伙人不得自营或者同他人合作经营与本合伙企业相竞争的业务；有限合伙人可以自营或者同他人合作经营与本合伙企业相竞争的业务。

除经全体合伙人一致同意外，普通合伙人不得同本合伙企业进行交易。有限合伙人可以同本合伙企业进行交易。

第三十二条 本合伙企业设立投资决策委员会，投资决策委员会按照本协议约定行使权利和履行义务。投资决策委员会由［5］名委员组成，其中由有限合伙人选举［2］名委员，由资产管理公司委派［2］名委员，其余［1］名委员由合伙企业选聘外聘专家担任（外聘专家应具有会计专业或法律专业的知识背景）。

投资决策委员会的决议职权范围包括：

1. 处分合伙企业的不动产。
2. 转让或者处分合伙企业的知识产权和其他财产权利。
3. 聘任合伙人以外的人担任合伙企业的经营管理人员。
4. 制定合伙企业的利润分配方案。
5. 决定合伙企业资金的划转。
6. 选择确定投资项目，对资产管理公司提交的投资方案进行表决。
7. [其他]

投资决策委员会的工作程序如下：

1. 投资决策委员会按照一人一票的方式对合伙企业的事项作出决议。除本协议另有约定外，投资决策委员会作出决议应取得超过半数的委员通过。
2. 投资决策委员会每季度召开一次会议，由执行合伙人负责召集和主持。执行合伙人可以提议召开临时会议。
3. 投资决策委员会对合伙企业的事项作出决议后，由资产管理公司负责办理具体事务。
4. [其他]

投资项目的决策原则为：

1. 所有投资项目须经投资决策委员会审查批准。
2. 一般项目：经投资决策委员会三分之二以上的委员同意，形成投资决议，交资产管理公司落实执行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 特殊项目：单笔投资金额超过募集总额20%以上为重大投资项目，须经投资决策委员会全部委员一致同意，交资产管理公司落实执行。

第八章 有限合伙人和普通合伙人相互转变及其权利义务

第三十三条 普通合伙人被依法认定为无民事行为能力人或者限制行为能力人的，经其他合伙人一致同意，可以依法转为有限合伙人。

第三十四条 普通合伙人转变为有限合伙人，或者有限合伙人转变为普通合伙人，应当经全体合伙人一致同意。

第三十五条 有限合伙人如违反合伙协议约定参与经营管理的，视为普通合伙人，与普通合伙人一起对合伙债务承担无限连带责任。

第三十六条 有限合伙人转变为普通合伙人的，对其作为有限合伙人期间有限合伙企业发生的债务承担与普通合伙人同样的责任。

第三十八条 有限合伙人的权利

1. 参加或委托代表参加合伙人会议并依出资额行使表决权；

2. 有权自行或委托代理人查阅会议记录，审计财务会计报表及其他经营资料；

3. 有权了解和监督有限合伙企业的经营状况并提出意见；

4. 收益分配权；

5. 出资转让权；

6. 在普通合伙人对合伙企业造成重大损失或资产管理公司主要人员变动时强制普通合伙人退伙。

第三十九条 有限合伙人义务：

1. 有限合伙人对合伙企业的责任以认缴出资额为限。

2. 按照本协议约定的条件和方式如期足额缴付出资。如有限合伙人对合伙企业的出资不能按期缴纳到位的，按照本协议第[十七]条中的相关约定承担违约责任，包括但不限于相应调整各合伙人之间的权益比例。

3. 除本协议明确规定的权利和义务外，有限合伙人不得参与及干预合伙企业的正常经营管理。

4. 保密义务：有限合伙人仅将普通合伙人向有限合伙人所提供的一切信息资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

料用于合伙企业相关的事务，不得向第三方公开或用于与合伙企业无关的商业活动（包括但不限于与普通合伙人有利益冲突的商业事务）。普通合伙人有权以自己的名义或以合伙企业的名义对违反保密义务的有限合伙人追究法律上的责任。

5. 有限合伙人不参与合伙企业的经营管理。

第四十条 有限合伙人未经授权以合伙企业名义与他人进行交易，给合伙企业或者其他合伙人造成损失的，该有限合伙人应当承担赔偿责任。

第四十一条 有限合伙人不执行合伙事务，不得对外代表合伙企业。

有限合伙人的下列行为，不视为执行合伙事务：

1. 参与决定普通合伙人入伙退伙；
2. 对企业的经营管理提出建议；
3. 参与选择承办合伙企业审计业务的会计师事务所；
4. 获取经审计的合伙企业财务会计报告；
5. 对涉及自身利益的情况，查阅合伙企业财务会计账簿等财务资料；
6. 在合伙企业中的利益受到侵害时，向有责任的合伙人主张权利或者提起诉讼；
7. 执行事务合伙人怠于行使权利时，督促其行使权利或者为了本企业的利益以自己的名义提起诉讼；
8. 依法为本企业提供担保。

第九章 合伙企业托管

第四十二条 合伙企业成立后，委托托管机构进行托管，通过托管机构对本合伙企业资产的管理和对资产公司的监督，以确保合伙企业资金的安全。合伙企业向托管机构支付托管费用。托管机构由执行合伙人选择确定。具体的托管办法和条件以合伙企业成立后与托管机构签订的托管协议为准。

第四十三条 全体合伙人应将其对本合伙企业的出资转入托管机构为本合伙企业在银行开立的账户。合伙人将其资金转入上述账户后，视为其已缴纳对本合伙企业认缴的该部分出资。

第四十四条 托管机构的义务

1. 以合伙企业的名义设立合伙企业的资产账户，执行资产管理公司的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指令，负责合伙企业名下的资金往来，根据资产管理公司的要求保管合伙企业资产投资的有关实物证券；

2. 复核、审查管理合伙企业投资报告，按规定制作相关账册并与资产管理公司核对；

3. 出具合伙企业业绩和合伙企业托管情况的报告；

4. 保存合伙企业的会计账册、报表和记录等；

5. 依据资产管理公司的指令或有关规定向合伙人支付投资收益；

6. 资产管理公司因过错造成基金财产损失时，代表合伙企业向资产管理公司追偿。

第十章 入伙与退伙

第四十五条 合伙人入伙，应依法订立书面入伙协议。订立入伙协议时，原合伙人应当向新合伙人如实告知原合伙企业的财务状况和经营成果。入伙的新合伙人与原合伙人享有同等权利，承担同等责任。新入伙的有限合伙人对入伙前合伙企业的债务以其认缴的出资额为限承担责任。新入伙的普通合伙人对入伙前合伙企业债务承担无限连带责任。

第四十六条 有下列情形之一的，合伙人可以退伙：

1. 本协议约定的退伙事由出现；

2. 经全体合伙人一致同意；

3. 发生合伙人难以继续参加合伙的事由；

4. 其他合伙人严重违反本协议约定的义务；

5. 合伙企业累计亏损超过总出资额50%时，有限合伙人可以退伙。

有限合伙人退伙应当提前30日通知其他合伙人。擅自退伙的，应当赔偿由此给其他合伙人造成的损失。

除非发生不可抗力原因或进入解散、清算程序，普通合伙人不得退伙。

第四十七条 合伙人有下列情形之一的，经其他合伙人一致同意，可以决议将其出除名：

1. 未按照本协议履行出资义务；

2. 因故意或重大过失给合伙企业造成重大损失；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 执行合伙事务时有不正当行为；

4. 发生本协议约定的事由。

合伙人存在上述情形的，还应当赔偿由此给其他合伙人造成的损失。

对合伙人的除名决议应当书面通知被除名人。被除名人接到除名通知后，除名生效，被除名人退伙。被除名人对除名决有异议的。可以自接到除名通知之日起30日内，根据本协议有关争议解决的规定解决。

第四十八条 普通合伙人退伙后，对基于其退伙前的原因发生的合伙企业债务，承担无限连带责任；退伙时，合伙企业财产少于合伙企业债务的，该退伙人应当依照本协议第[二十]条的规定分担亏损。有限合伙人退伙后。对基于退伙前的原因发生的本合伙企业债务，以其退伙时从本合伙企业中取回的财产承担责任。

第四十九条 作为有限合伙人的自然人死亡、被依法宣告死亡或者作为有限合伙人的法人及其他组织终止时，其继承人或者权利承受人可以依法取得该有限合伙人在本合伙企业中的资格。

合伙人向本合伙企业的其他合伙人转让出资份额，应当在30日内通知其他全部合伙人，并在30日内办理工商登记手续。合伙人向本合伙企业以外的人转让出资份额，应当取得其他合伙人过半数通过。经合伙人同意转让的出资份额，在同等条件下，其他合伙人有优先购买权。

第五十条 合伙人退伙或被除名的，由会计师事务所对该名合伙人退伙或被除名时合伙企业的净资产进行评估。对于评估后的合伙企业的净资产按照该名合伙人在合伙企业的出资比例予以退还。承担资产评估工作的会计师事务所由执行合伙人选择确定，并由执行合伙人代表代表合伙企业与其签订评估协议。评估费用由退伙或被除名的合伙人承担。合伙人退伙时其在合伙企业中的持有份额以货币方式退还，但全体合伙人一致同意的除外。合伙人退伙或被除名时，对其他合伙人负有赔偿责任的，其他合伙人有权在向其退还财产之前扣除相应的应赔偿的款项。

第十一章 保密规定

第五十一条 本合伙企业相关的所有文件，包括但不限于合伙企业与他人签订的协议、合伙企业的项目投资计划、财务会计报告等，均属于合伙企业的机密

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资料。任何人不得对外公开或者基于与执行合伙企业相关事务无关的目的使用该等文件。

第五十二条 除依法应当公开的信息或者根据司法程序的规定应当向有关机构提供的信息之外，任何人均不得通过正式和非正式的途径向外披露合伙企业相关信息、合伙企业投资的项目情况等任何信息。拟公开被披露的信息在公开披露之前应予以保密，不得向他人泄露。

第十二章 争议解决办法

第五十三条 各合伙人履行本协议发生争议，应通过协商或者调解解决。合伙人不愿通过协商、调解解决或者通过协商、调解不成的，按照如下规定处理：因本协议引起的或与本协议有关的任何争议，均提请仲裁委员会按照该会仲裁规则进行仲裁。仲裁裁决是终局的，对本协议各方均有约束力。

第十三章 合伙企业的解散与清算

第五十四条 合伙企业有下列情形之一的，应当终止并清算：

1. 合伙期限届满，合伙人决定不再经营；
2. 合伙协议约定的解散事由出现；
3. 全体合伙人决定解散；
4. 合伙人已不具备法定人数满30天；
5. 合伙协议约定的合伙目的已经实现或者无法实现；
6. 依法被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销；
7. 法律法规规定的其他原因。

第五十五条 合伙企业清算应当按照《合伙企业法》的规定进行清算。

合伙企业解散后，由清算人对合伙企业的财产债权债务进行清理和结算，处理所有尚未了结的事务，还应当通知和公告债权人。经全体合伙人过半数同意，可以自合伙企业解散事由出现后十五日内指定一个或者数个合伙人，或者委托第三人，担任清算人。

清算人主要职责如下：

1. 清理合伙企业财产，分别编制资产负债表和财产清单；
2. 处理与清算有关的合伙企业未了结的事务；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 清缴所欠税款；

4. 清理债权、债务；

5. 处理合伙企业清偿债务后的剩余财产；

6. 代表企业参加诉讼或者仲裁活动。

清算期间，合伙企业存续，不得开展与清算无关的经营活动。

合伙企业财产在支付清算费用和职工工资、社会保险费用、法定补偿金以及缴纳所欠税款、清偿债务后的剩余财产，按照各合伙人的出资比例进行分配。

第五十六条 清算结束后，清算人应当编制清算报告，经全体合伙人签名、盖章后，在15日内向企业登记机关报送清算报告，申请办理合伙企业注销登记。

第十四章 不可抗力

第五十七条 不可抗力

1. 如果本协议任何一方因受不可抗力事件影响而未能履行其在本协议下的全部或部分义务，该义务的履行在不可抗力事件妨碍其履行期间应予中止。

2. 声称受到不可抗力事件影响的一方应尽可能在最短时间内通过书面形式将不可抗力事件的发生通知其他合伙人，并在该不可抗力事件发生后15日内向其他合伙人提供关于此种不可抗力事件及其持续时间的适当证据及协议不能履行或者需要延期履行的书面资料。声称不可抗力事件导致其对本协议的履行在客观上成为不可能或不实际的一方，有责任尽一切合理的努力消除或减轻不可抗力事件的影响。

3. 不可抗力事件发生时，各合伙人应立即通过友好协商决定如何执行本协议。不可抗力事件或其影响终止或消除后，全体合伙人须立即恢复履行各自在本协议项下的各项义务。如不可抗力及其影响无法终止或消除而致使协议任何一方丧失继续履行协议的能力，则全体合伙人可协商解除协议或暂时延迟协议的履行，且遭遇不可抗力一方无须为此承担责任。当事人迟延履行后发生不可抗力的，不能免除责任。

4. 本协议所称“不可抗力”是指受影响一方不能合理控制的，无法预料或即使可预料到也不可避免且无法克服，并于本协议签订日之后出现的，使该方对本协议全部或部分的履行在客观上成为不可能或不实际的任何事件。此等事件包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

括但不限于自然灾害如水灾、火灾、旱灾、台风、地震，以及社会事件如战争（不论曾否宣战）、动乱、罢工，政府行为或法律规定等。

第十五章 违约责任

第五十八条 合伙人违反本协议的，应当依法承担违约责任。

第五十九条 执行合伙人违反本协议的规定，给其他合伙人造成损失的，应当赔偿其他合伙人的损失。

第六十条 合伙人逾期缴纳其认缴的出资，每逾期1日，应当向其他合伙人支付4‰的违约金，并承担补偿义务；逾期超过180日的，其他合伙人有权将其除名。

第十六章 其他事项

第六十一条 本协议一式【 】份，合伙人各持一份，并报合伙企业登记机关一份。每份具有同等法律效力。

第六十二条 本协议附件为本协议不可分割的组成部分，与本协议具有同等法律效力。

第六十三条 本协议未约定或者约定不明的事项，由合伙人协商决定；各合伙人协商后，可以签订补充协议，补充协议与本协议具有同等法律效力。协商不成的，依照有关法律、行政法规的规定处理。

第六十四条 本协议履行过程中，如果国家或地方颁布新的有关法律法规或修订相关规定，本协议按照新的法律法规的规定进行修订，如果出现冲突、争议或者分歧，应当按照公平原则处理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

橄榄枝诱惑和迷魂药勾引

——企业引入私募融资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面对着私募股权基金的巨大诱惑，一些企业开始朝着私募的方向迈进。私募股权基金，这个号称企业门口的“野蛮人”的资本，它们在给企业带来资金的同时，还会给企业带来很多，既有对企业的帮助，也有对企业的限制，甚至是破坏。在企业进行私募股权融资过程中，一定要分清其中的诱惑与风险。千万不可因为橄榄枝般的诱惑，而让自己误食迷魂药，进而掉入更大的陷阱之中。

1. 何利可图：企业创业时的私募融资

创业是指创立一种新的商业模式，开发一种新的产品，创办一个新的企业，是一群志同道合的人聚集起来做一件被认为是事业的事情。创业的载体是创业企业，它从无到有，从小到大，从幼年到少年再到中年，像人一样，也会经历一个生命周期的过程。在创业企业的成长过程中，有的能持续成功，发展壮大，也有很多企业最终因为种种原因而夭折。根据企业的生命周期理论，创业投企业的成长过程可以分为种子期、初创期、成长期和成熟期，在企业发展的不同周期阶段，表现出不同的融资需求和融资特征。

创业企业的成长过程

在种子期，产品的发明者或创业者需要投入一定的资金进行开发研究，以验证技术的可行性和推广价值。在这一阶段，运用基础研究和应用研究的成果，开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发具有未来商业前景的新产品。在种子期，企业还没有成型，团队成员还主要由技术人员构成，管理经验缺乏，没有市场分析和市场推广的经验。种子期企业面临的主要风险是技术风险，产品开发失败的概率很高。即使是产品能够开发出来，离成功产业化还有很大的距离。尽管种子期企业的资金需求量不大，但他们一般很难从商业性投资机构获得资金，申请商业银行贷款的可能性更是微乎其微。种子期的主要资金来源是企业家的个人储蓄、亲友借款，天使投资，种子基金也是可以考虑的对象。企业还可以争取政府财政资金的无偿资助，如科技型中小企业技术创新基金等。

在初创期，新产品已经开发完成，企业的主要任务是将新产品实现商品化和产业化，这一阶段面临的主要风险是市场风险和管理风险。企业要将自己的高新技术产品推向市场，开发一定规模的客户，企业需要具备相应的市场开拓能力；在企业内部，要建立生产组织体系，对市场需求能快速做出反应，并能合理控制生产成本。由于企业的创业者多是技术出身，对市场开发和企业管理不熟悉，初创期企业不但需要从外部获得资金支持，也需要获得市场和企业管理方面的支持服务。初创期企业的金融支持主要由创业投资机构来承担，因为创业投资在提供资金的同时，也会在企业战略、管理团队建设、市场开发等方面提供管理支持服务。在这一阶段，天使投资也是重要的资金来源。由于投资风险较大，投资的持续时间很长，创业投资机构在选择创业企业时非常谨慎。同样地，对于创业企业来说，获取创业投资的支持对企业发展很重要。

在成长期，企业的产品开始批量化生产，产品逐渐成型并被客户认可和接受。这期间企业的市场推广非常重要，产品能否占领市场，能否建立稳定的客户群是决定企业未来成败的关键。随着企业规模的扩大和管理人员的增加，组织结构更加完善，各项管理制度逐渐建立起来。在这一阶段，企业可以通过多元化途径进行融资，创业投资、成长基金、并购基金等私募股权基金是企业重要的融资来源。此外，企业还可以选择公开上市、银行贷款、融资租赁等融资方式。

在成熟期，企业已经有了良好的业绩记录，在融资方式的选择上已经处于主动地位，这期间企业融资的主要目的不是获取资金，而是如何降低融资成本，增加股东价值，公开上市是企业融资的首要选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在企业发展的过程中，初创期和成长期企业可以通过私募股权基金来解决其融资问题。私募股权基金的介入，有利于帮助企业提升管理水平，改善企业的资本结构，使企业更容易获取银行贷款，也能够加快企业的上市进程。

案例：阿里巴巴与私募股权基金的故事

创业伊始，第一笔风险投资救急。

1999年年初，马云决定回到杭州创办一家能为全世界中小企业服务的电子商务站点，他和他的团队集资50万元，在马云位于杭州湖畔花园的100多平方米的家里，阿里巴巴诞生了。这个创业团队里除了马云之外，还有他的妻子、他当老师时的同事、学生以及被他吸引来的精英。比如，阿里巴巴首席财务官蔡崇信，抛下一家投资公司的中国区副总裁的头衔和75万美元的年薪，来领马云几百元的薪水。阿里巴巴成立初期，公司是小到不能再小，18个创业者往往是身兼数职。好在网站的建立让阿里巴巴开始逐渐被很多人知道。来自美国的《商业周刊》和英文版的《南华早报》最早主动报道了阿里巴巴，并且令这个名不见经传的小网站开始在海外有了一定的名气。

有了一定名气的阿里巴巴很快也面临着资金的瓶颈：公司账上没钱了。当时马云开始去见一些投资者，但是他并不是有钱就要，而是精挑细选。即使囊中羞涩，他还是拒绝了38家投资商。马云后来表示，他希望阿里巴巴的第一笔融资除了带来钱以外，还能带来更多的非资金要素，例如进一步的私募股权投资和其他的海外资源。而被拒绝的投资人并不能给他带来这些。当时，现任阿里巴巴CFO的蔡崇信从高盛为阿里巴巴融资500万美元，解了公司的燃眉之急。

第二轮投资，挺过互联网寒冬。让马云意料不到的是，更大的投资人也注意到了他和阿里巴巴。1999年秋，日本软银总裁孙正义约见了马云，孙正义当时是亚洲首富。孙正义直截了当地问马云想要多少钱，而马云的回答却是他不需要钱。孙正义反问道："不缺钱，你来找我干什么？"马云的回答却是："又不是我要找你，是人家叫我来见你的。"这个经典的回答并没有触怒孙正义。第一次见面之后，马云和蔡崇信很快就在东京又见到了孙正义。孙正义表示将给阿里巴巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资3000万美元，占30%的股份。但是马云认为，钱还是太多了，经过6分钟的思考，马云最终确定了2000万美元的软银投资，阿里巴巴管理团队仍绝对控股。此后，股票市场的互联网泡沫破灭，创业投资也不再眷顾互联网公司，很多互联网公司陷入困境，甚至关门大吉。但是阿里巴巴却安然无恙，很重要的一个原因是阿里巴巴获得了2000万美元的融资。

第三轮融资，完成上市目标。2004年2月17日，马云在北京宣布，阿里巴巴再获8200万美元的巨额战略投资。这笔投资是当时国内互联网金额最大的一笔私募投资。2005年8月，雅虎、软银再向阿里巴巴投资数亿美元。之后，阿里巴巴创办淘宝网，创办支付宝，收购雅虎中国，创办阿里软件。2007年11月6日，全球最大的B2B公司阿里巴巴在香港联交所正式挂牌上市。当天阿里巴巴以30港币开盘，较发行价13.5港元涨122%。

2. 大手拉小手：企业上市后的私募融资

企业通过公开发行股票上市后，如果需要再融资，可以选择公开募集的渠道，也可以选择私募的方式。上市公司私募股权融资，也称为PIPE（Private Investment in Public Equity）。通常，私募股权基金对非上市企业进行投资，但是当证券市场估值水平较低，上市公司估值具有一定优势时，私募股权基金也会选择对上市公司进行投资。根据融资工具的不同，PIPE可以分为传统型和结构型两种形式。传统型PIPE是由发行人按照设定价格向投资人发行优先股或普通股，通过股本的扩张来实现融资目的；结构型PIPE则是发行可转换公司债券或可转换优先股的方式完成融资。从上市公司的角度来说，引入私募股权基金往往还出于战略的考虑，比如，私募股权投资机构可以为企业带来重要的市场资源、金融资源、技术资源，帮助企业完成战略性并购等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募在上市公司融资中的优势

PIPE在国外已非常普遍，贝恩资本、阿波罗管理公司、TPG Capital等投资机构表现比较活跃。在国内，PIPE还是新生事物，在2005年之前的投资案例比较少，直到2006年《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》正式实施后，才开始逐渐活跃起来，受到人们的关注。根据“投资潮”网站的统计，2004年中国PIPE的投资额度只有2.82亿美元，到2008年，这一数字增长到12.72亿美元。在2009年，中国市场披露的PIPE案例为37起，涉及资金约120.99亿美元，与2008年相比增长近10倍。

在中国证券市场上，由于人们对“私募”存在一定的偏见，上市公司的私募融资一般称为定向增发。上市公司定向增发（私募）融资，相对于公开增发（公募），在发行过程中有以下几个方面的优势：

（1）业绩约束少

定向增发的上市公司条件不高，证监会没有对此做出很明确的要求。即使是亏损企业，如果所处的行业有一定发展前景，或者公司亏损只是暂时的，也可以通过定向增发再融资，向企业注入新鲜血液，获得资金后焕发旺盛活力。绩差公司还可以通过定向增发进行资产重组，优化公司资产结构，为公司以后的发展打下坚实的基础。正是因为这一优势，无论是优质公司还是绩差公司都愿意选择定向增发的再融资方式，从而使得定向增发成为上市公司最主要的融资方式。

（2）发行时间短、成本小、效率高

由于定向增发的发行对象数量较少，而且一般是法人公司或机构，都具备一定判断和承担风险能力，因此定向增发对发行人资格的要求和信息披露的要求较之公开发行要低，省去了公开增发所必须的刊登招股说明书等环节，使其节省时间和成本的优势非常明显。《管理办法》中指出，定向增发的发行对象均属于原前十名股东的，可以由上市公司自行销售。这样一来定向增发对上市公司来说可以降低费用，对二级市场来说则可尽量减少短期资金“抽血”，对稳定市场预期有好处。定向增发多面向事前已确定的、少数的投资者，对事先认同发行的相关事项都已经认可，并且愿意参与认购，使得发行的效率相对于公开增发大大提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）发行方式灵活，具有较强的并购重组性质

相对于公开发行多以现金认购方式，定向增发的对价不限于现金，还包括股权、债权、无形资产、固定资产等非现金资产，这就使上市公司通过定向增发进行并购重组、整体上市、引入战略投资者等多种方式成为可能，是一种灵活的资产证券化工具。

案例：国美电器与华平投资

2006年2月5日，美国华平投资集团决定向中国最大家电零售商国美电器注入1.5亿美元，这些资金用于认购其发行的 1.25 亿美元可转换债券及2500万美元认股权证。华平认购的五年期可转换债券的转股价格约为每股6.4港元，较之前国美电器 30 个连续交易日的每股平均收盘价溢价16.79%。此外，华平还支付300万美元认购总值2500万美元、为期五年的国美新普通股认股权证，认股权证约定，华平有权以每股0.9927 美元（ 约合 7.7 港元）的价格行使认股权。这一行权价较之前 国美电器30个连续交易日的每股平均收盘价价溢价40.51%。如果考虑期权费，在行权日国美股票价格高于8.63港元，华平的认股权证才能达到盈亏平衡。一旦可转债及认股权证悉数转换及行使，华平投资集团将持有国美电器176680630股普通股，约占国美电器总股本的9.71％，持股比例仅次于国美电器第一大股东黄光裕。

在华平入股国美后，花旗调高了国美2006年度和2007年度的赢利预测。花旗的研究报告将国美电器的目标价由5.85港元大幅调高50.4％至8.8港元，预测市盈率也由16倍增至22倍，维持“买入”评级，风险评级由中级降至低级。2006年2月3日国美电器股票复牌，股价报收7.35港元，较停牌前股价6.05港元大涨21.5%。

华平之所以不采用简单购股方式投资，不是对国美没有信心，主要原因是国美的股价太低，国美不想贱卖，故采用高溢价的可换股债券及认股权证方式。对于国美来说，采取可转换债券与认股权证搭配的方式筹资，显然是在与华平进行短期套现走人和长期战略投资之间进行博弈。如果国美五年后股价没有达到转股价格，华平收回本利，损失期权费300万美元，而国美将失去这个战略投资者。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果股价高于转股价格而低于认股权证的执行价格，华平将损失权证费用300万美元。因此华平必然会努力帮助国美提升管理水平，使其股价高于行权价格，行使认股权。这种投资结构体现了一种双向激励机制

2007年5月，华平投资减持了9100万股，当时不但收回了成本，还赚取两亿港元。华平在减持后手上还有国美电器8678万股，到了2009年7月，华平投资的股权比例保持为2.72%。

3. 火眼金睛：谨防融资诈骗

由于缺乏金融知识、信息封闭和急于求成等因素，一些企业在私募股权融资过程中遭遇诈骗，为此付出了昂贵的代价。近几年来，国内曾发生过很多投资公司或投融资服务机构以“美国世界银行集团”或“美国纳斯达克”等驻国内办事处名号，打着为企业提供融资服务的幌子，用“提供巨额项目资金”、“先投资后上市”、“明投暗贷”等为诱饵进行融资诈骗活动，骗取企业考察费、评估费、服务费或保证金，企业在考察投资机构时应谨防此类诈骗。

投资公司的融资骗术

投资公司或投融资服务机构骗取企业钱财大致有下列几种方式：

（1）考察费：融资骗子与企业联系业务时，在不了解企业情况的前提下要求到企业考察，且要求支付考察费；

（2）项目受理费：项目受理费，是指融资骗子在收到企业的有关资料后，要求融资企业缴纳对项目进行评估和项目预审费用。尤其是号称有外资背景的投资顾问机构，大多会向融资企业收取项目受理费。

（3）撰写商业计划书费用：融资骗子一般都要求企业提供项目商业计划书，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而如果企业已经制作了商业计划书，他们会以各种理由不予认可，提出作为项目往下进行的必要环节，要求企业必须提供所谓“国际标准格式”的商业计划书。

（4）评估费：在融资过程中，融资骗子会要求对资产或对项目进行评估，并要求企业到指定的融资服务机构或评估机构进行评估。

（5）保证金：融资骗子要求融资企业必须严格按照自己预先设定的程序操作，否则不往下进行，资金方设置了严格的违约条款，要求企业事先缴纳一定数额的保证金。

（6）律师费：融资过程中不可避免地要涉及一些法律服务，融资骗子会要求企业缴纳律师费，事实上律师费大部分要返给骗子公司的。

谨防融资骗局

骗子公司设置融资骗局的常见步骤是：

第一步，普遍撒网，海选“目标客户”。融资骗子首先通过正当程序注册国内代表处并提供融资的一套专业方案，设计一套针对中小企业的诈骗网络，在新闻媒体、网络上讲出条条是道的融资理论，并借助一些国家政府机构或社会团体组织的为企业提供培训、咨询洽谈、论坛等活动，绘生绘色地做融资演讲，甚至提供融资成功案例，足以让人深信不疑。

第二步，为“有价值的客户”洗恼。通过第一阶段的海选后，再筛选出一些“有价值的客户”开始洗脑。夸奖企业很有发展前途，市场潜力非常大，项目如何如何好，企业通过他们的包装，就能获得所需要的融资，且一再申明前期咨询不收取任何费用。最终让融资人心花怒放，判断力麻痹，为他们实施下一步诈骗打开方便之门。

第三步，派“专家”进行“实地考察”。所谓派专家“实地考察”，是骗取考察费，派去几个人到项目地进行所谓的考察，为了表现他们是比较正规的公司，同时还会带一个律师一起去。还要做一个《律师资信调查报告》，就是律师装模作样的查看企业的《营业执照》、《银行开户许可证》等资料，并要求企业为此支付报告费。为了增加可信度，骗子们还会做一份《项目考察实地记录纲要》，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们会一起签字，表示大家一致同意，说这些文件要报送到所谓的总部批准等，给融资企业负责人一颗定心丸。

第四步，初审通过后签订合资意向书。在签订《合资意向书》或者《投资协议书》时，骗子们会提出需要补充一些资料，装腔作势地对融资人说，现在总部要求做一份符合国际惯例的中英文版《商业计划书》，必须由总部认可的具有权威性的机构编写，费用由企业和投资咨询公司商谈，还会假装“我们尽量帮你打招呼，优惠一些”，令融资人感动不已。

第五步，进行资产评估。在骗走了《商业计划书》制作费之后，融资骗子们又提出“把你们企业的资产进行评估以后用项目本身作为抵押”，资产评估又要企业支付资产评估费，这笔钱落入到融资骗子指定的资产评估机构的帐号里（资产评估机构也是他们的同伙）。

第六步，进行项目投资安全和增值潜力分析。等付了《资产评估报告》费以后，骗子公司知道融资人此时的心理需要，所以会提出“第一批几千万元先打到你的账户上”，目的是稳定融资人情绪，打消顾虑，紧接着就是安排“财务部”的人过来谈有关财务的事情，需要进一步作一份《项目投资安全和增值潜力分析报告》和《符合美国会计准则的三年财务审计报告》，当然这2份报告又要企业付钱。当企业融资做到这种地步时，虽然有些顾虑，提出放弃觉得不甘心，但继续进行又感觉这里有阴谋。

第七步，设计担保骗局。骗走了以上大量的钱财以后，融资骗子还要实施更大的诈骗，设计担保陷阱，把融资项目移到所谓的担保公司，骗子的谎言是：“由于是第一次合作，首批的款为了降低我们投资风险，需要担保公司担保”。如果融资人进入这个圈套，“担保公司”会和融资人签订一份《融资担保合同书》，其担保费按“融资”金额2.5% ~ 3%。此时，交了担保费以后，“担保公司”会叫你继续玩以上的“考察”游戏，企业是继续还是退出？最后，骗子公司还有一张骗人借口招数，融资方开户银行出具一张银行保证函，才能拿到第一批投资款项，你能做到吗？做不到就是融资人“违约”。

第八步，客户违约自动退出。在此阶段，就是融资企业选择的时候了，是继续进行还是自动退出。如果往下进行，就必须做更多的投入，而且还看不到结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果。如果往下进行，还有可能因为自身的原因导致违约，缴纳违约金。部分融资企业认为，既然前期已经投入了不少，放弃可惜，就会继续往下走，结果往往是越陷越深。这时候最好的选择当然是就此为止，自认倒霉了事，就当交了“学费”。

4. 深思熟虑：挑选适合的私募基金

私募融资也要挑选合作对象

有人将企业与私募股权基金的合作关系比做婚姻，既然是婚姻，就有一个相互挑选的过程。私募股权基金要挑选好的企业，好的投资项目，好的管理团队，企业也要挑选适合自己的投资人。私募股权基金与企业的合作，不同于提供资金借贷的银行，也不同于股票市场的投资者，因为他们基本是企业的“局外人”，一般不会介入企业的管理和控制，但私募股权基金则不同，他们不仅给企业带来的资金，还能够带来某些企业所不具备的资源，同时，他们也要从企业分享一定的控制权。不同的两家私募股权基金，给企业带来的资源可能有所不同，对分享企业控制权的要求也会有一定差异。企业在选择私募股权基金时，必须要搞明白，除了需要钱，还希望从私募股权机构这里得到什么，准备放弃什么。

马云，阿里巴巴的董事会主席，一个成功的创业者，他这样看待创业者和投资者的关系：“投资者可以炒我们，我们当然也可以换投资者，这个世界上投资者多得很。我希望给中国所有的创业者一个声音——投资者是跟着优秀的创业者走的，创业者不能跟着投资者走。”尽管阿里巴巴的第一轮融资是来自于高盛，但真正成就阿里巴巴的是软银的投资。软银不是阿里巴巴最初的创业投资商，却是坚持到最后的一个。软银与阿里巴巴的结合堪称是知音之间的结合，马云是这样评价软银总裁孙正义的：“他是一个非常有智慧的人。我见过很多VC，但很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

VC并不明白我们要做什么，但这个人六七分钟就明白我想做什么。我跟他的区别，我是看起来很聪明，实际上不聪明。那哥们儿是看起来真不聪明，但他是很聪明的人，真正有大智慧的人。”

战略投资者和财务投资者

企业选择私募股权融资，要搞清楚投资人在想什么，投资人是出于什么目的对企业进行投资的。当下活跃在私募股权投资市场的投资者，主要分为财务（金融）投资者和战略投资者。无论是财务投资者还是战略投资者，都能为所投资的项目提供资金支持，但两者之间有很大的区别。

战略投资者，通常是和拟投资企业属于同一行业或相近产业，或处于同一产业链的不同环节。其投资的目的除了获取财务回报以外，更看重其战略目的。如果企业希望在获取资金支持的同时，获得投资者在公司管理或技术方面的支持，通常会选择战略投资者。这有利于提高公司的行业地位，同时可以获得技术、产品、上下游业务或其他方面的互补，以提高公司的赢利和增长能力。

战略投资者通常比财务投资者的投资期限更长，因为战略投资者进行的任何股权投资是其长期发展战略的一部分，是出于对生产、成本、市场等方面的综合考虑，而不仅仅着眼于短期的财务回报。例如，众多跨国公司近年在中国进行的产业投资是因为他们看中了中国的市场、研究资源和廉价劳动力。因此，战略投资者对公司的控制和在董事会比例上的要求会更多，会较多地介入管理，这会增加双方在管理和企业文化上磨合的难度。

引入战略投资者的一个重要风险是他们可能成为潜在竞争者。如果一家跨国公司在中国参股数家企业，出于战略的整体考虑来安排产品和市场，就可能与引资企业的长期发展战略或目标相矛盾。国内一些曾经的知名品牌在引入境外战略投资者后被打入冷宫，就是这一风险的真实写照。

财务投资者是指那些主要出于财务目的的投资者，独立的私募股权基金一般属于这一类。财务投资者的基金经理未必不是行业专家，特别是一些有行业倾向和丰富行业经验的私募股权基金。金融投资者和战略投资者对所投资企业有以下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三个方面的不同要求：

多数财务投资者除了在董事会层面上参与企业的重大战略决策外，一般不参与企业的日常管理和经营，也不会成为潜在的竞争者。投资完成后，财务投资者对自己的投资项目就很难控制，因此他们更加重视对行业成长性和管理团队素质的考察。

财务投资者关注投资的中期回报，以上市为主要退出途径。所以在选择投资对象时，他们就会考察企业3 ~ 5年后的业绩能否达到上市要求，其股权结构适合在哪个市场上市，而他们在金融方面的经验和网络也有助于公司未来的上市。即使财务投资者在投资后获得了控股权，他们也不准备长期保持对一家企业的控制，在企业公开上市后，公司的控制权会再次回到企业内部。所以如果一家企业希望保持其独立性，财务投资者是最佳的选择。

娃哈哈与达能就是一个选错融资对象的典型案例。达能与娃哈哈的合资曾被认为一对“模范夫妻”，一个需要市场，一个需要资金和技术，两者各取所需，但合作的背后却暗藏着巨大的危机。达能投资娃哈哈是希望占领中国市场，控制娃哈哈，绝不是希望培养一个强大的中国公司；而宗庆后也不想自己一手创办的企业被别人控制。这一不可调和的矛盾导致双方最后反目，直至对簿公堂。

5. 你来了，我走了：创业者的艰难选择

王志东的出局令人惊讶

2001年6月新浪网首页发布了一个爆炸性的消息，称“新浪首席执行官王志东已经因个人原因辞职，同时，他还辞去了新浪网总裁与董事会董事的职务。新浪网董事会指派现任首席运营官茅道林接任执行官一职，原新浪中国区总经理汪延担任总裁。王志东将担任新浪网首席顾问。”王志东的离职，既出乎人们的预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

料，但似乎又是一个必然的结果。早在2001年年初，业界有人预言：2001年里三大门户网站会有人出局。但很少有人会认为出局者是王志东，在三大门户网站中新浪是做得最好的，但这不是决定性因素。在搜狐和网易，张朝阳和丁磊他们在公司持有足够的股份，没人能对他们说不。新浪则不同，尽管王志东是新浪的创始者和管理者，真正有话语权的却是资本方。

1993年，王志东在四通公司掌门人段永基的资助下创建四通利方，他积极引入外来资本，使得公司快速发展，却也导致自己在新浪的股权不断被稀释。2000年4月新浪上市后，王志东的股权已从21%稀释为6.3%，而最大的两个机构投资者华登投资、四通集团分别持股13.3%、10%。一年后，全球互联网泡沫破裂，新浪陷入危机，在应对措施上王志东与投资方发生分歧，最终被迫黯然离职。

与王志东有相同命运的还有原电子商务网站8848创始人、董事长、CEO王峻涛，原ChinaRen创始人、CEO陈一舟，原美商网创始人、总裁童家威，原瀛海威创始人、总经理张树新，原中公网创始人、常务副总经理谢文，原易趣的创始人邵亦波，雅虎联合创始人、原CEO杨致远等。这样的案例很多,其根源是创始人与投资人在公司发展战略等重大问题上产生分歧,资本的意志决定了这种结果。对于公司创业者来说，融资是一个不得不迈出的门槛，迈出这一步，其后果可能就是失去对企业的控制,有时甚至被投资方赶出公司。

创业者如何防止被出局

在与资本的博弈中，公司创业者或管理层如何防止被出局的命运呢，除了股权结构是重要因素以外，投资协议的约定也可以起到关键性作用。目前国内公司创始人（管理层）保持控制地位的方式大致可分为以下三类：一是以腾讯、网易、搜狐、盛大为代表，其创始人都有较高持股比例，从而掌握公司控制权；二是阿里巴巴模式，公司董事会主席马云个人持股比例并不高（5%），第一股东为美国雅虎，但马云通过股东协议限定雅虎不能参与公司运营管理；三是百度模式，百度将其股份划分为A类股和B类股，其中，A类股主要是新上市股票，B类股则由上市前私募投资者的优先股和普通股转化而来。A类股每股拥有1票表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决权，所有原始股份为B类股，每股拥有10票表决权。一旦有B类股发生外部转让，该股份将立即转为同等数量的A类股。一旦李彦宏及其团队合计持有的B类股所占已发行B类股比例不足5%，所有B类股将立即转为同等数量的A类股，并且公司从此不再发行B类股。这意味着即使潜在收购者买进绝大部分原始股，也无法在董事会拥有足够的表决权。百度的上述安排可以确保公司不会屈从于资本的意志，确保创始人及其团队掌控公司，按照自己的思路经营百度。

思科的故事：创业者出局并不完全是坏事

在与资本的博弈中黯然出局，对创业者无疑是一场厄运，但从公司长远发展来说，可能也不完全是一件坏事情，思科就是一个典型的例子。思科是由斯坦福大学的计算机博士莱恩和统计学研究生桑迪所创办的，他们既是合作伙伴，又是夫妻。他们分别负责管理计算机科学系和商学院的计算机设施，当时斯坦福大学的各个局域网各自为政，没有形成统一的校园网，莱恩和桑迪这对恋人为不能通过各自所在系的计算机网络相互发送电子邮件而烦恼，为此他们想到了要开发路由器。到1984年，莱恩和桑迪夫妇用5美元注册了思科系统公司，自家的客厅就是公司总部和制造车间。到1986年11月，思科的月收入达25万美元，此时，他们还面临着与斯坦福大学的知识产权纠纷。1987年1月，思科聘请格雷夫斯担任第一位CEO，4月，格雷夫斯与斯坦福大学达成和解协议：思科要将其总收入的3%交给斯坦福大学，作为使用其路由器软件的许可费用。

1987年春，思科联系上了红杉资本普通合伙人瓦伦丁，红杉资本投资250万美元，得到思科29.1%的股份，桑迪和莱恩各自持股17.6%。1988年1月，在瓦伦丁的主导之下，思科以9万美元年薪和5.1%的股份，聘请埃格出任首任销售副总裁。这时思科的两位创始人和职业经理人产生了激烈的冲突。作为让瓦伦丁同意解雇格雷夫斯的交换条件，桑迪和莱恩把他们拥有的股份投票权交给瓦伦丁，后者拥有了思科64.3%的投票权。

在主要由工程师构成的思科，负责销售的埃格承担了实际的管理职责，在决定解聘格雷夫斯的董事会会议上，推举瓦伦丁担任董事会主席。1988年11月，瓦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伦丁为思科聘请了一位出色的CEO人选，既有管理经验又有高科技知识的摩格里奇，希望摩格里奇能带领思科上市。在红杉资本的帮助下，思科又聘请了多名高管，接管原来由工程师负责的一些商业性事务。在当时，私募股权投资者普遍反对给创始人和工程师之外的员工提供股票期权，但摩格里奇努力说服了瓦伦丁接受这一做法，使思科成为硅谷最早给大量非管理层和非技术员工股票期权的公司之一。

在摩格里奇领导下，思科快速发展，从1988年11月的只有35人、其中12人为工程师的小公司，到1989年12月发展成为拥有172名员工、35名工程师，各关键职能部门建制齐全的成型公司。1989年思科的营业收入和利润分别达到2766万美元和418万美元。1990年2月，思科上市。此时红杉资本持股23.5%，莱恩和桑迪各持13.8%。1990年8月，在创始人与高级管理层的矛盾无法调和的背景下，包括埃格在内的6名副总裁以集体辞职相威胁，思科董事会解聘了桑迪，随后莱恩辞职。到1990年年底，这两位创始人抛售了所持思科股票。

从一定意义上说，思科的两位创始人，尽管他们给思科带来创业的激情和客户利益至上的理念，但由于自己没有能从一个卓越的创业者转型为团队领导人和优秀管理者，最终因为不能适应公司快速发展的要求而出局。但是，创业者的出局并没有给思科的发展带来实质性的影响，到1995年思科年收入为12亿美元，市值约104亿美元，2005年收入248亿美元，市值1210亿美元。思科的持续发展，在很大程度上得益于红杉资本在早期对思科管理团队的塑造，更具体地说，由埃格、戴夫、摩格里奇、钱伯斯等组成的管理团队重新打造并延续了思科的优秀企业文化，推动了企业从新星向巨人的转变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 门口的野蛮人：你愿意接纳他吗

“门口野蛮人”的由来

美国曾经有一本畅销书，叫做《门口的野蛮人》，是《纽约时报》畅销书的TOP1，《福布斯》评选的20本最具影响力的商业书籍之一，该书用纪实性的报道讲述了RJR纳贝斯克公司收购的前因后果，再现了1988年那场华尔街历史上最具盛名的公司争夺战。该书的出版，使私募股权基金以替换公司管理层为目的的并购行为被冠以“敌意收购”的名声，私募股权基金被看做是一群蹲在公司门口的“野蛮人”，他们一旦看准时机就会踢开门板闯进去，争夺企业的控制权。

这些“门口的野蛮人”高价购买被收购对象公司的股票，然后重组公司管理层，改变公司经营方针，并解雇大量工人，使公司在短期内呈现出亮丽的业绩报告和充沛的现金流，然后将公司出手退出。“门口野蛮人”的介入是否实现了多方的共赢呢？由于被收购公司的股东可以高价将股票卖给收购者，他们往往同意这些“门口野蛮人”的敌意并购计划，事实上，被收购公司的股东在80年代收益颇丰，因为收购者提供的价格一般都超过原股票价格的50%到一倍以上。但是，这些“敌意收购”的短期获利行为，往往是和公司的长期发展相违背的。哈佛大学经济学家史来弗（Andrei Shleifer）和劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）对美国“环球航空公司”（TWA）被“敌意收购”的案例做了研究，他们发现，TWA股东收益的增加额是由工人工资的减少额带来的，后者是前者的1.5倍。也就是说，“敌意收购”只代表财富分配的转移，并不代表新财富的创造。一些高级经理人员也反对“敌意收购”。通用汽车公司前总裁托马斯·墨非（Thomas Murphy）在1990年说，“许多所谓‘投资者’，只注意短期投机股票生意，这些人根本不配被称为‘所有者’”。至于受“敌意收购”之害的债权人和被收购公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所在地的共同体居民，也有控制“敌意收购”的强烈愿望。

在这一背景下，美国以宾夕法尼亚州为代表的许多州从80年代末开始修改公司法，允许经理对比股东更广的“利益相关者”负责，从而奠定了公司经理拒绝“敌意收购”的法律依据，尽管“敌意收购”给股东带来暴利，但却损害了公司其他“利益相关者”利益。宾夕法尼亚州在公司法上的变革，以其与传统公司法的鲜明区别，引起了全美金融和企业界的大论战。对“敌意收购”和公司地位的讨论，以及公司法律的修改，最终导致了“敌意收购”成为众矢之的，此后，“敌意收购”事件大大减少。

阻止“野蛮人”进入的策略

为了阻挡“门口野蛮人”的进入，抵制对公司的“敌意并购”，公司管理层也创造了诸如“毒丸计划”、“白衣骑士”等反收购手段。

毒丸计划是美国著名的并购律师马丁·利普顿（MartinLipton）1982年发明的，正式名称为“股权摊薄反收购措施”，最初的形式很简单，就是目标公司向普通股股东发行优先股，一旦公司被收购，股东持有的优先股就可以转换为一定数额的收购方股票。毒丸计划于1985年在美国特拉华法院被判决合法化。在最常见的形式中，一旦未经认可的一方收购了目标公司一大笔股份（一般是10%至20%）时，毒丸计划就会启动，导致新股充斥市场。一旦毒丸计划被触发，其他所有的股东都有机会以低价买进新股。这样就大大地稀释了收购方的股权，继而使收购变得代价高昂，从而达到抵制收购的目的。

毒丸计划成功运用的一个典型案例是自由传媒集团对新闻集团的收购。2004年11月，自由传媒集团与美林公司签订了一项股票收购协议。自由传媒集团有权在2005年4月从美林手中收购新闻集团大约8%有投票权的股票，这一计划将使自由传媒集团所持有的新闻集团具有投票权的股权比例增至17%，仅次于默多克的19.5%。传媒大亨默多克绝对不允许他在新闻集团的控制权受到任何侵犯，新闻集团随即发布一项反收购股东权益计划：当有人收购公司的股份超过15%，或者持股数已超过15%的股东增持1%的股份时，公司现有的每一位股东将有权以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

半价购买公司的股票，购买量是其已持有股份的一半。这一毒丸一旦被激活，自由传媒集团如果想收购新闻集团更多的股份，将需额外付出数倍的代价。新闻集团发布这一消息后，自由传媒集团的老板马龙马上顺水推舟卖一个人情，不再继续增持新闻集团的股份，维持第二大股东的地位。

所谓“白衣骑士”，是指在敌意并购发生时，目标公司的友好人士或公司作为第三方出面来解救目标公司、驱逐敌意收购者。一般来说，受到管理层支持的“白衣骑士”的收购行动成功可能性很大。公司管理层在机构投资者的支持下，甚至可以自己成为“白衣骑士”，实行管理层收购。不谋求自身的利益而“肯为朋友两肋插刀”的企业几乎是不存在的。“白衣骑士”并不是天使，为了吸引友好公司来与恶意收购者竞价并最终击退后者，处于被收购威胁中的目标公司通常会与这家友好公司达成一些协议。当然，这些协议都是尽可能地使“白衣骑士”从中获益。

7. 商业计划书：哪些是私募投资所关注的

如果企业希望获得私募股权基金的投资，他们的首要工作是撰写一份商业计划书，系统地介绍自己的发展计划。一个出色的商业计划书，对于成功获得私募股权基金的支持具有非常重要的意义。

私募希望知道什么

商业计划书不是对现状的简单描述，也不是对未来的凭空幻想，而是在充分收集信息的基础上，经过深入分析和研究之后制订的行动指南。对于私募股权基金来说，他们希望从商业计划书中发现能够使企业获得成功的驱动因素，一个出色的商业计划书应该全面客观地分析这些驱动因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业计划书所包含的内容很多，但并非所有的内容都是融资成功的关键要素，在商业计划书中突出重点是非常重要的。私募股权基金最关心什么，他们希望从商业计划书中得到什么，许多企业管理者对此缺乏足够的认识。有的浪费大量的笔墨来介绍他们的技术细节，还有的花费大量时间和精力来预测企业未来的营业收入和利润，而私募股权基金往往对这些内容并不感兴趣。概括来说，一个出色的商业计划书应该包含的关键性要素主要包括以下几个方面：①人员，即企业的主要管理团队成员；②机会，即企业的主要产品、市场及其发展潜力、主要竞争对手等；③环境，指不可避免地发生变化但企业又无法左右的环境因素，如法规环境、技术进步、利率、通货膨胀等因素；④风险及其控制，包括对那些不确定性因素所带来的风险的评估，以及管理团队的应对措施等。

商业计划书的主要内容

（一）人员

无论有多么好的创意和产品，人永远都是私募股权基金关注的首要因素。商业计划书需要描述整个管理团队及其职责，分别介绍管理团队主要人员的特殊才能、特点和造诣，以及他们将对公司所做的贡献。商业计划书应该能够展示管理团队对该企业产品或服务的熟悉程度、对市场情况的把握及对竞争对手和客户的了解。投资者往往倾向于寻找一支比较熟悉本行业的管理队伍，他们通常不愿与那些新手合作。商业计划还应该有助于说明管理团队以前是否一起共过事，“共事”指的是工作上的合作伙伴。管理团队在该领域的工作经验以及团队的合作经历被认为是企业获得成功的重要因素，是商业计划书需要特别关注的地方。

（二）机会

描述企业的发展机会，主要从产品与服务创意、市场及其竞争状况两个方面入手。

（1）产品/服务创意

一个商业计划的核心是其创新性的产品或服务。这部分内容应该使投资者相信，该产品或服务能够为客户创造新的价值，这是企业生存和发展的基础。商业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计划书应提供所有与企业的产品或服务有关的细节，包括企业所实施的所有调查，例如，产品处于什么样的发展阶段？它的独特性如何？该产品的客户对象以及这些客户为什么会选择该产品？已经有哪些客户接受该产品，他们的反应如何？产品的生产成本是多少，售价多少？企业的分销方法与策略是什么？

另外，明确指出企业的产品与市场上已有的或者将会有的产品有什么不同是很重要的。如果竞争对手已经在提供同类产品或服务，企业需要提供有力的证据来证明客户能从他们的新产品或新服务中获得更大的价值。要做到这一点，企业需要站在客户的角度，仔细权衡如果采用同样的标准进行评价，他们的产品相对于其他产品有什么优势和劣势。

关于产品的研发情况，应该讲述地尽可能通俗易懂，让私募股权基金相信企业已经解决了产品开发的关键性技术问题，比如，产品原型已经通过技术测试，如果已经有客户试用，那就更好了。如果产品和服务涉及一些法规方面的要求，应该说明已经申请的、或者将要申请的各种许可证。

（2）市场和竞争

对客户及其需求的深入了解是企业成功的基础，客户的需求决定着企业是否能够生存，商业计划书要向投资者展示管理团队对目标市场的深入分析和理解。要细致分析经济、地理、职业及心理等因素对消费者选择购买本企业产品这一行为的影响，以及各个因素所起的作用。只有在市场潜力很大的情况下，企业的价值才会快速地增长。在讲到市场规模时，应当提供具体的数据，比如，客户数量、单位销售额及总销售额等，另外，对市场增长的期望值也很关键。商业计划书还应该包括一个总体的营销计划，计划中应列出本企业打算开展广告、促销以及公共关系活动的地区，明确每一项活动的预算和收益等。

在商业计划书中，企业应细致分析竞争对手的情况。竞争对手都是谁？他们的产品如何？竞争对手的产品与本企业的产品相比，有哪些相同点和不同点？竞争对手所采用的营销策略是什么？最好能明确每个竞争者的销售额、毛利润、收入及市场份额。在此基础上，商业计划书要分析本企业相对于每个竞争者所具有的优势，介绍客户偏爱本企业产品的原因，诸如产品质量更好、送货迅速快、价格低廉等。商业计划书要使投资者相信，本企业不仅是行业中的有力竞争者，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且将来还会是确定行业标准的领先者。

（三）环境

企业的发展受外部环境因素的影响，如经济发展水平、通货膨胀、汇率和利率等经济因素，也有各种影响企业发展机会和资源配置的政府法规等政治因素，以及技术进步等因素。

商业计划书应包含与环境有关的内容。首先，商业计划书应该对企业所处的环境有非常清楚的认识；其次，管理层应该知道环境将会不可避免地发生变化，并能描述这些变化将如何影响企业；再次，商业计划书还应就环境的不利变化拟采取的或能够采取的措施加以说明；最后，商业计划书还应阐述管理团队对企业环境所能产生的积极影响，如通过游说活动，可能会对立法或行业标准产生的影响。

对于大多数企业来说，技术进步往往是非常重要的外部因素。在企业的发展过程中，哪些可能的技术进步将会对行业竞争环境产生影响，企业将如何抓住技术进步所带来的机遇，以及采取哪些措施来应对技术进步的不利影响，商业计划书应该对此加以说明。

（四）风险及其控制

企业在发展过程中面临大量的不确定因素，这些不确定因素所带来的风险以及如何管理这些风险是企业必须面对的问题，也是私募股权基金特别关心的问题。一个好的商业计划书应该尽可能多地考虑这些不确定性因素及其不利影响，对于由此所带来的风险，不应该消极地规避，而是勇敢地面对，提前制订应对措施，例如，如果企业的主要管理人员离职将会怎样？如果竞争对手的反应比预测的更加强烈会怎样？如果原材料的主要来源出现问题会怎样？等等？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 名正言顺的第三者：中介机构的适当介入

在私募股权市场，活跃着投资银行、投资顾问公司、投资公司、会计师事务所和律师事务所等中介机构，它们在私募股权投融资过程中发挥了重要的作用。

私募股权市场中的中介组织

私募股权市场的主要中介组织包括：

投资银行：投资银行是证券业中主要的中介机构，既是经纪人，又是自营商，在一级市场上帮助融资者完成路演宣传和证券承销，在二级市场上帮助投资者购买和出售证券。除了证券的发行承销、交易外，投资银行参与企业并购也是一项重要业务。投资银行在并购中的基本工作是在收购企业与被收购企业之间，扮演牵线搭桥的角色。包括策划买方企业的战略，选定、评估目标企业，到收购资金的筹调计划，以及与买卖双方交涉，达成协议等，其间，他们不只为买方服务，同时也为卖方提供服务，如替目标企业策划各种防守策略，提供拍卖交涉等各项技术。

会计师事务所：和投资银行一样，会计师事务所是私募股权市场上不可或缺的角色。例如，它在并购交易中扮演审计的角色，组织专门的并购小组，参与顾问咨询业务。一般来讲，会计师事务所的服务项目有:一般并购战略的咨询、企业的资产评估、选择目标企业、收购审计、有关新公司整合的咨询、制定税务专案等。

投资顾问公司：在私募股权投资交易过程中，投资顾问公司的主要职责是受托寻找合作伙伴，牵线搭桥，筹划交易方案，为交易筹措资金，参与交易谈判，帮助制定企业发展战略等。例如，美国日内瓦投资公司是美国经营业绩较好的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资顾问公司，它成立于1977年，是一家专门从事企业兼并、收购、重组的投资和咨询公司。公司成立至今，已完成上千家企业的收购、兼并，发展速度很快，在同行业成绩卓著。它的服务范围包括：提供企业并购的综合服务；为并购交易和合资项目融资；企业资产评估；制定企业发展战略；提供产业、市场和投资信息；风险投资，企业扩展融资等。

律师事务所：在企业并购过程中，律师的工作是必不可少的。尤其是在敌意收购中双方都会针对各种漏洞提出诉讼，律师在收购的诉讼合同中扮演重要角色。同时，律师事务所还参与一些更有知识性、参谋性的工作。比如，规划商业谈判的内容，使之更符合法律规定；协调、参与所有相关的调查报告及分析结果，使之反映在契约条款中等，从而保证并购业务的公正性。

中介组织能够做什么

在私募股权融资过程中，中介组织所发挥的信息咨询、价格评估、资金融通作用，对于私募股权市场的健康发展都具有非常重要的作用。

在私募股权市场，企业对自身的经营业务和行业状况比较了解，但对整个宏观经济状况和金融市场状况不够了解，而私募股权基金则较多地掌握宏观信息，面对众多有融资需求的企业，他们也很难对每一家企业都有深入的了解。在私募股权交易中，中介机构拥有的丰富的信息资源能为双方提供信息，帮助私募股权基金寻找符合投资条件的目标企业，发现有价值的投资机会；为被投资企业提供已有私募股权基金的情况，选择合适的融资对象。

合理的价格定位是私募股权融资成功的关键，中介机构在价格定位方面的作用主要表现在：评估被投资企业的资产，确定交易底价；为投融资双方提供价格参照，即根据上市公司的数据以及中介机构本身掌握的数据，确定相当于被投资企业同行业、同等规模、同样经营方式的企业市场价位，并提供给买方出价和卖方作参照；通过对买卖双方的撮合，形成投融资双方都能接受的价格。一般来说，融资方一般要价较高，投资方一般出价较低，二者之间需要中介机构通过多次谈判协商来撮合，使双方都作一定程度的让步，最终达成双方都能接受的成交价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在并购交易中，融资也是必不可少的一个环节。如果私募股权基金的并购规模较大，而且是对成熟企业的并购，被并购方有充足的现金流，私募股权基金一般要通过外部融资来增加并购的财务杠杆，提高并购交易的收益率。中介机构为并购交易融通资金主要是通过三种途径：一是利用自身的资本储备或暂时闲置的资金直接借给并购方；二是利用拥有的信息库，为并购方寻找愿意出资者和借款者，并在二者之间就期限、利率、数量撮合成交；三是利用金融市场，为并购方承销证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

竹篮打水和满载而归
——私募的投资技巧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权基金的典型投资活动是在私募股权市场投入资金，待到企业公开上市后在证券市场卖出股票。从资金的投入项目的退出，要持续很长的时间，在这个时间段内，有很多不确定的因素会导致投资的失败。私募股权基金，从一个投资决策的做出，到决策结果得到市场的验证，要经历很长的等待期，这对于投资经理来说是一段非常痛苦和难熬的过程过程。一旦决策失误，选错投资对象，私募股权基金将很难有机会改正自己的错误。因此，私募股权基金在项目选择环节要慎之又慎，精挑细选。

1. 大佬们的精挑细选：选择投资对象

在私募股权基金与企业之间存在严重信息不对称的情况下，项目投资决策是一个非常困难的过程，其中蕴涵着严重的逆向选择风险。所投资的项目能否获得成功，在很大程度上依赖于企业管理团队的能力和工作的努力程度，以及管理者是否会做出损害投资者利益的行为，因此，私募股权基金最初的投资决策是至关重要的。投资决策的质量取决于他们对信息不对称问题的解决，主要体现为两个方面：第一是能否通过有效的信息渠道获取高质量的项目计划书和该项目的相关信息；第二是能否采用合理的评价标准和评价方法对投资项目进行评价。私募股权基金的投资决策过程大致可以分为项目搜集、项目筛选、项目评估、合约订立和投资后行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项目是如何获得的

能够获得高质量的投资项目是私募股权基金投资取得成功的第一步。获得投资项目商业计划书的途径主要有三个：企业主动申请；私募股权基金自己寻找；第三方推荐。私募股权基金往往更加重视第三方推荐的途径，这一过程是通过私募股权投资信息网络来实现的。私募股权投资信息网络成员既包括来自于不同地域、不同投资风格的基金团队，也包括审计师、律师、投资银行、管理顾问等其他的中介机构。在这样一个信息网络中，信息传播的速度很快，企业只需将他的商业计划书提交给网络中的任何一个成员，该商业计划书就会很快地在网络内流动。一般来说，项目通过信息网络提交给私募股权基金，更容易被受理。根据国外的调查，在某私募股权基金投资的项目中，25.6%的项目是企业自己提交的，65%的项目是通过第三方推荐的方式被提交的，其余部分是私募股权基金主动寻找的。在第三方推荐的项目中，有三分之一来自于其他的基金，有40%来自于已投资的企业管理者和朋友，有10%来自于银行和其他金融机构。

项目的筛选

项目筛选：私募股权基金每年要收到大量的商业计划书，而他们的工作人员一般都很少，不可能对每一个项目都做出详细的评估，大部分项目只是在初步审查阶段就被淘汰掉。私募股权基金对项目的审查主要依据以下四个方面的标准：

（1）投资规模：不同的私募股权基金对于单项投资规模的要求也不同。每个基金在成立时，都会依据基金的总规模和人员的多少确定最大和最小的项目投资规模。如果每一个项目的投资规模过小，则基金的管理费用就会提高，而且基金经理的时间和精力过度分散，对企业的监督和增值服务不足；而如果规模过大，其管理费用虽然降低，但单项投资的成败对基金的整体收益影响较大，投资风险不能有效分散。因此，他们既不会把所有资本投入少数几个项目中，也不会将其资金过多地分散于大量小额的交易上。

（2）项目的技术与行业分布：私募股权基金一般都采用专业化的投资策略，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将投资方向局限于一些特殊的技术与产业领域。这样有利于他们对投资项目做出正确的判断和评估，也只有这样，基金经理才能够使其自身丰富的经验与良好的社会网络得以充分利用，为企业在技术、市场和管理等方面提供增值服务，才能更好地规避技术风险和市场风险，并最终获取更大收益。

（3）项目的地理位置：私募股权基金投资于一家企业，需要经常和企业的管理者接触，因此，出于费用和时间上的考虑，一般会将他们投资的项目限制在一定的范围内。有时，在有多家基金联合投资时，如果其他的私募股权基金与企业距离较近，这一标准可能会被忽略。

（4）项目的发展阶段：投资项目的发展阶段也是私募股权基金在项目筛选过程中重点考虑的因素。一个企业的成长通常分为种子期、初创期、成长期和成熟期四个阶段。不同的基金对项目的发展阶段有不同的偏好，有的偏好处于种子期和初创期的项目，有的则偏好处于成长期的项目，这与私募股权基金的资金来源、专业特长、从业经验等因素相关。总体上说，对于那些擅长发现长期投资机会和增值服务的基金来说，他们会偏好早期项目，而那些与券商关系密切，擅长资本市场运作的基金，则偏好后期项目。

项目的评估项目经过筛选环节，被基金认可后，基金经理还要进行详细的考察和分析，最终决定是否投资，这就是项目评估阶段的主要任务。一般来说，项目评估有两个方面的内容：一是对企业的总体预期风险和赢利水平的评估，包括评估企业管理团队的能力、产品与技术特征、市场特征、对环境威胁的抵御能力等；二是对可能获得的投资收益进行评估，包括进一步评估企业的投资规模和股权比例，并对企业进行投资估价，从而估算出投资的预期收益。私募股权基金在这一阶段将着重对项目的期望回报和投资风险进行评价。基金经理一般并不是用严格的定量方法对项目的期望回报和投资风险进行估值，而替代的方法是通过一定的评估程序，利用其个人经验和主观判断，对一些评估指标进行估计，从而对投资项目的优劣做出大致的评估。

一旦私募股权基金决定向某一项目进行投资，基金经理和企业将进入实质性的谈判阶段。谈判阶段将达到以下三个目的：第一，对投资项目进行估值，以确定双方在企业中的股份比例；第二，双方通过详细的契约内容对彼此的责任和义

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务做出规定；第三，基金经理通过与企业管理团队的谈判过程进一步评估企业家的能力水平和项目的投资前景。经过项目谈判阶段，双方达成投资协议，私募股权基金和企业将成为合作者。基金在向企业注入资金后，还会积极地参与企业的管理。

2. 艰难的取舍：商业模式还是管理团队

在私募股权投资领域，一个令基金经理长期纠结的问题是，是商业模式决定投资的成败还是管理团队；在投资决策中，是注重选择正确的商业模式，还是高质量的管理团队。

什么是商业模式

企业的商业模式，传统的教科书的定义为“企业所能为客户提供的价值以及公司的内部结构、合作伙伴网络和关系资本等用以实现这一价值并产生可以持续赢利的要素。”在实践中，通常被投资机构简称为赢利模式，并总结为企业赢利能力的业务体现，即企业是通过何种途径生产产品或提供服务，然后又如何把自己的产品或服务送到终端客户手上，并最终能得到相应的收入来覆盖这个过程中的费用。企业的商业模式可以由以下几个问题所构成：

- 企业如何赢利？
- 谁是目标消费者，消费者愿意花费多少去购买企业的产品和服务？消费者群体的规模有多大，增长潜力有多大？
- 本行业的竞争者是分散的还是集中的？
- 以前是否有其他企业在这方面获得过成功，如果未成功，是什么原因？
- 本行业的价格动向？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 销售渠道和经济状况？
- 公司的相对独立性，比如公司是否高度依赖其他产品或原料来制作自己的产品？

商业模式不是企业成功的全部

一个好的商业模式能够帮助管理团队事半功倍，再借助资本的力量就可以实现企业的迅速增长。一个好的商业模式是企业重要的成功基因之一，而被成功所验证的商业模式往往会吸引一大批跟随者。“我的成功可以复制”，正是在这样一种理念的指导下，投资成功的商业模式成为一些私募股权基金发展的捷径。但是，从PPG、ITAT到亚洲传媒、炎黄传媒、太子奶、华奥物种等，一个个令私募股权基金折戟的投资项目，它们的前面都有成功的模型，被实践证明了的商业模式并没有帮助这些私募股权基金再次成功，其原因何在？答案是此创业者非彼创业者。蒙牛、如家、分众、新东方、无锡尚德，每一个行业先行者的IPO，都会帮助一大批跟随者拿到投资。对于他们来说，最省事的办法就是复制领先者的商业模式，反正中国的市场足够大。我们可以说这帮人是创业者，也可以说他们是投机者，但有一点是肯定的，他们经营企业的目的不是完成一项属于自己生命一部分的事业，而是在一个合适的时点上伺机将其卖掉。

任何一个企业最终的成功离不开管理团队的努力工作，特别是掌舵人的创业决心、面对困难的意志、视企业如生命的热情。私募股权基金希望看到的管理团队应该具备以下几个特点：第一，创始人拥有很好的教育背景和很优秀的工作经历，为人坦荡，有信仰，能够包容各类优秀的人才为己所用；第二，管理团队成员的结构合理，包括年龄结构、学历结构、专业结构等，因为这些因素将决定着企业当前及未来的组织执行力。总之，一个好的团队才能奠定企业成功的真正基石，才能在企业面临困难时百折不挠。

马云、牛根生、王传福、施正荣，这样的创业者及其优秀的管理团队，对于私募股权基金来说只是可遇而不可求的。私募股权基金，这些拥有资金的大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佬们所擅长的是将一种被验证为成功的商业模式迅速复制，扩大规模，使资本发挥一种乘数效应。管理学大师彼得·德鲁克曾说过："当今企业之间的竞争，不是产品之间的竞争，而是商业模式之间的竞争。"在快速扩张的大潮中，通过兼并和收购，将优秀的商业模式复制到新的企业，成为私募股权基金获取成功的一条捷径。

成功是否可以复制

商业模式的成功复制不是无条件的，是需要一定前提的。

首先，作为复制的"底版"，优秀的商业模式必须是曾经成功过的，有生命力的，在未来一段时间内不会被淘汰的，这才有可能打造无数个与"母版公司"一样有竞争力的"复制公司"。复印时，底版不但要好，而且应该是可以被"扫描"出来的。同样地，并不是所有的商业模式都能被复制，未成型或缺乏清晰化构成的商业模式即使能够赢利，也不能被成功复制。

其次，一个优秀的商业模式能否在新企业落地生根，取决于该模式能否真正本土化。由于企业的发展路径和人的群体差异，企业文化和员工观念也大相径庭，一个被成功验证过的商业模式，能否在新的企业落地生根，与原有的企业文化融合在一起，这是决定商业模式复制能否成功的重要因素。相对而言，将商业模式复制到新组建的企业容易些，复制到一些被兼并收购的企业就难些，复制到一些原来具有强势文化的企业更难。在实际操作中，重用本土化管理人员，尊重原企业合理或成功的文化积淀，在此基础上再推行新的模式，实现专业化和本土化的有机结合。

最后，专业化的管理团队是使复杂的商业模式迅速从一个公司复制到另外一个公司的有效载体。商业模式的复制过程，是技术和标准的推广过程，也是知识的拷贝过程，涉及知识管理的多个层面，囊括了知识的收集、梳理、共享、转移等过程。这些知识分为显性知识和隐性知识两大类，显性知识的转移体现在制度、流程、操作规则、计划、组织、控制等方面；而隐性知识的转移则需要管理团队成员身体力行、潜移默化的传播。优秀的管理团队，具备高超的学习能力，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够将成功商业模式的知识快速转化为企业的资源，并在原有基础上有所创新，形成企业特有的竞争优势。

3. 投资中的大风险：信息不对称

信息不对称理论是指在市场经济活动中，各类主体对有关信息的了解是有差异的；掌握信息比较充分的主体，往往处于比较有利的地位，而信息贫乏的主体，则处于比较不利的地位。信息不对称理论是由三位美国经济学家——约瑟夫·斯蒂格利茨、乔治·阿克尔洛夫和迈克尔·斯彭斯提出的。最早研究这一现象的是阿克尔洛夫，1970年他在哈佛大学经济学期刊上发表了著名的《次品问题》一文，首次提出了“信息市场”概念。阿克尔洛夫从当时司空见惯的二手车市场入手，发现在旧车市场由于买卖双方对车况信息掌握的不同而滋生的矛盾，并最终导致旧车市场的日渐式微。

私募股权市场的信息不对称

私募股权市场也是一个高度信息不对称的市场，其信息不对称性主要体现在两个方面：

第一，有关融资企业家素质和能力的信息不对称。低能力的融资者往往会通过隐瞒其真实的能力或夸大自身的能力，来吸引投资人的投资。投资人对企业经营管理能力强弱的真实信息难以掌握，只能通过商业计划书及为数不多的交往来做出大致的判断。

第二，有关投资项目的质量和未来市场前景的信息不对称。企业管理者一般都是某个领域的专家，相对于私募股权投资人，他们对项目的创新程度、技术含量等质量信息很清楚，而投资人要获得这方面的信息，需要时间和成本往往较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高。对于融资企业的市场前景，企业也通常比投资机构清楚得多。关于投资项目的产品能否产生良好的市场反应，以及是否会带来预期的高额回报，融资企业因为对其专业领域、项目质量及替代产品和互补产品的了解，往往能比投资人做出更准确的预测。

导致私募股权基金与企业之间信息不对称的原因有很多，既有主观方面的原因，也有客观方面的原因。

第一，从私募股权融资企业的特点看，多为高新技术领域的企业，企业中无形资产的比例较高。私募股权基金在项目筛选时很难对这些无形资产进行正确的评价。另外，无形资产本身也具有较高的不确定性。因为企业人才的流动会导致它的经验和知识的存量与增量的变动，由于这种不确定性的存在更进一步增强了私募股权基金与企业之间的信息不对称程度。

第二，从信息传递的渠道来看，连接投资人和融资企业之间的信息通道主要是各类私募股权中介机构。因为私募股权投资市场是一个高度专业化和信息不对称的市场，在投资运作中，需要对项目的技术资产、投资期限、产品的市场需求、股权交易和人力资源等进行风险水平分析。它们涉及技术资产的评价，风险资产价值的评估，融资企业等相关交易主体的资信评级和市场咨询，并依据法律制度进行相关审计和法律鉴证等活动，而这些正是中介机构经营范围。事实上，中介机构应该是连接投资方和融资企业之间不可缺少的环节。但中介机构的素质太低和专业化不足都会导致私募股权投资市场上的信息传递效率低下。

第三，由于人的生理、心理和知识等的限制，再加上外部环境的不确定性，使人并不能有效判断和纠正某些错误，出现系统性的偏差行为，这就是所谓的有限理性。虽然随着现代信息技术及各类中介机构的发展，投资者获取信息的渠道越来越多，信息量的丰富程度也越来越大。但同时对投资人处理信息的能力也相应地提出了更高的要求。信息的丰富程度越高，则良莠混杂的可能性越大，信息中的“噪声”也越多。如何对这些信息进行鉴别，从这些信息中提炼出有用的和真实的信息，这是投资机构需要解决的问题。而对于多数投资人来说，由于受知识与能力及时间的限制，在这些纷杂的信息中可能难以提炼出有效的信息。因此，投资者的有限理性也是私募股权投资市场信息不对称存在的一个重要原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆向选择和道德风险

信息不对称，从时间上可以划分为事前信息不对称和事后信息不对称。前者是指发生在交易双方缔约前的信息不对称，后者是指发生在交易双方缔约后的信息不对称。事前信息不对称会引起逆向选择问题，事后信息不对称会造成道德风险问题。

逆向选择是指在信息不对称的情况下，劣质品驱逐优质品，进而出现交易产品平均质量下降的现象。例如，在私募股权投资市场上，真正优秀的项目往往并不愿意引入私募股权基金的投资，一个很重要的原因是在私募股权这个信息不对称的市场中，股权难以获得一个合理的估值，优秀企业担心自己的股权被贱卖。在市场中追逐私募股权资本的往往是一些二流的项目，基于这样的认识，私募股权基金会压低股权的平均价格，这样又会进一步将优秀项目逐出市场。

道德风险是指从事经济活动的人在最大限度地增加自身效用的同时，做出不利于他人的行动。或者是当签约一方不完全承担风险后果时所采取的自身效用最大化的自私行为。在私募股权基金投资后，企业管理层的工作努力程度将决定项目的成败，而作为投资人的私募股权基金，不能观察到管理层的工作努力程度，也没有办法对其进行有效监督，这是私募股权基金面临的主要道德风险。

因此，私募股权基金在其投资过程中，必须采取有效措施解决事前的信息不对称问题和事后的道德风险问题。

4. 细节中的魔鬼：周密的尽职调查

尽职调查又称为谨慎性调查，是指投资人在与目标企业达成初步合作意向后，经协商一致，投资人对目标企业中与本次投资有关的事项进行现场调查、资料分析的一系列活动。为保护投资人利益，规避投资风险，评价被投资企业价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和确定股权购买价格等，投资方通常要求对目标企业实施尽职调查。可以毫不夸张地说，任何一个成功的私募股权投资案例都离不开一个卓有成效的尽职调查。作为投资前重要环节的尽职调查，关系到私募股权投资交易的定价及投资的成功退出，对潜在的交易双方均有重要影响。

尽职调查是必不可少的

尽职调查的重要性表现在以下几方面：

（1）尽职调查是降低私募股权投资风险的重要手段。私募股权投资涉及的层面和环节非常多，所处的环境非常复杂，面临着各种各样的风险因素和陷阱，通过全面尽职调查，私募股权基金能够更有效地识别投资中的各种风险因素，采取适当的方法和手段控制和规避这些风险。

（2）为投资的可行性分析及定价决策提供依据。购买一个企业的股权与购买普通商品大不相同，没有两个企业是完全一样，每一个企业都有它自己独特的价值，需要专门地搜集信息。尽职调查，就是要通过专业的信息采集、筛选、分析，为投资人定价提供决策依据。

（3）设计合理的交易结构。私募股权投资是一种艺术，是一个结构的艺术，不同的结构设计能产生截然不同的效果，要最终取得好的效果，必须要设计一个合理的交易结构。交易结构的设计不是凭空描绘的蓝图，是在前期尽职调查的基础上经过科学分析而推导出来的。可以说，尽职调查是交易结构设计的最基础环节。

尽职调查的内容

尽职调查在私募股权投资中的作用十分巨大，尽职调查的结果直接影响投资的成败。在实际工作中，尽职调查的范围因不同情况而有相当的灵活性，总的来说，尽职调查至少应包括四个方面的内容：

（1）经营管理尽职调查：主要对目标企业的基本情况、市场营销、人力资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

源、企业文化等多个方面进行审查和分析。

（2）财务方面尽职调查：主要对财务报表的真实性进行审查，以确保目标企业没有隐藏重大债务或损失。

（3）法律方面尽职调查：主要了解企业的业务经营是否符合法律及契约的规定。

（4）交易尽职调查：对交易本身带来的投资前后双方可能承担的风险进行识别，重点是对投资协议条款的审查。

从调查内容可以看出，一项投资交易中对目标企业的尽职调查是全方位、面面俱到的，是一项系统工程。尽职调查是一项复杂的工作，理论上应事无巨细，面面俱到，但囿于时间、成本等种种制约因素，逐字逐句审阅所有资料，厘清所有细节，也是不可能的，所以除常规尽职调查应遵循的程序、方法外，应贯彻重要性原则，对交易中的重点问题重点关注。

财务尽职调查是尽职调查工作的重点。财务尽职调查是指由财务专业人员针对与企业的财务状态相关的资料进行审阅、分析等。在调查过程中，财务专业人员一般运用的方法包括：审阅，通过财务报表及其他财务资料审阅，发现重大财务风险因素；分析性程序，如趋势分析、结构分析等；访谈，与企业内部各层级、各职能人员，以及中介机构的充分沟通等。财务尽职调查是企业合作之前的深入了解，强调在历史分析的基础上对未来的预测。

尽职调查的资料来源

尽职调查的资料来源渠道主要有以下方面：

（1）拟投资公司：向拟投资公司索要一些正式的文件，例如，公司内部组织结构图、公司章程、招股说明书、股东名册、财务数据、股东会议与董事会记录、子公司分公司分布情况、相关产权的证明文件、劳动合同、资产目录、重要合同、以往的诉讼记录等。还可以咨询拟投资公司的专业顾问，例如，律师、注册会计师、审计师及其他具有独立性的商业顾问等。此外还可以与拟投资公司管理人员、雇员面谈。如果能够实现合作，则现有的管理层人员将是企业未来发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的重要因素，而企业的发展也将关系到他们每个人的切身利益。因此，可以从管理人员获得公司经营状况和发展前景的独特意见，以及企业生产经营状况的基础资料。

（2）拟投资公司的供应商、承销商、顾客：拟投资公司往往有一些常年保持稳定业务往来的上游供应商和下游销售商。可以通过供应商、销售商、顾客了解企业的经营水平、诚信情况、产品质量等信息。供应商、销售商、顾客与私募股权基金通常没有利害关系，他们提供的信息可能更加贴近事实。

（3）公开出版物：基于宣传或者其他目的，企业通常会将自己的一些情报、资料在报纸、杂志、公司自制的广告册予以公开和披露。如果是上市公司的话，依据信息披露制度的要求，公司有重大情况的变更需要在相关的媒体上公开，收集这些公开的信息并加以研究，有助于加深对企业的了解。

（4）登记机关：从土地登记机构，可以了解有关拟投资公司的土地、房产权属、物权上所设定的义务（如是否有抵押、质押等）；从车、船登记机关可以了解拟投资公司的汽车、船只的购买、使用、转让等情况；从税务部门可以了解拟投资公司的纳税情况，是否有税务纠纷等；从工商登记机关，可以了解公司设立情况、公司章程、公司性质、公司资本等情况。

5. 花样繁多的幕后：投资中的估值技巧

在私募股权基金的投资中，常用的估值方法有：相对估值方法、资产评估方法、现金流贴现方法等。

相对估值方法

相对估价法的理论基础是，相似的资产应该具有相似的价值，采用这种估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法的假设前提是市场是完备的，至少是有效的。只有在市场完备（或有效）的假设前提下，可比资产的市场公允价值才会等于或接近于其内在价值，这样计算出来的目标资产价值才有可能反映它本身的内在价值。

相对估价法的步骤一般是，首先分析目标企业的行业及规模等属性特征，选择适当的比率；其次寻找与目标企业具有可比性的公司，计算可比性公司的比率数值；最后计算目标企业的价值。目标企业与可比公司之间的未来现金流量应具有较高的相关性，一般而言，在同一行业的公司，可能面临着相似的市场，具有相似的经营模式，因此它们的现金流量具有较高的相似性。

使用相对估价法的关键有两点，即确定合理的比率和选择合适的可比公司。其中比率的选择要能够充分体现影响企业资产价值的最关键因素，而且比率中的规模控制变量必须是可以观测的。可用于相对估价法的比率有很多，如市盈率法、市净率、市销率、估价/每股经营性净现金流量、托宾Q等，具体使用哪种方法，与目标企业所处的行业属性，所采用的经营模式等因素密切相关。由于“可比”的定义在本质上是主观的，可比公司的选择没有一个明确的标准，需要根据自己的经验并综合多种因素来考虑。选择可比公司时，可以考虑以下几个方面：

（1）行业分类：如果两个企业处于同一行业，它们的现金流量将反映相似的市场力量，因此会高度相关。行业分类通常按照标准行业分类编码确定。

（2）证券分析师的分析报告：证券分析师在对一家企业进行分析时，经常将该企业与其他的可比企业进行比较，因此他们的分析报告能够提供许多可比企业的数据。

（3）询问评估目标企业的经理：目标企业的经理对本企业和本行业的情况最为了解，在判断可比性方面拥有明显优势。

（4）财务比率分析：财务比率可以作为分析企业之间可比性的辅助指标。

常用的相对估价方法主要有市盈率法和市净率法。市盈率法是采用市盈率作为比率的估值方法，它的计算公式是：

目标企业的价值=可比企业的平均市盈率×目标企业的净利润

市净率法是采用市净率作为比率的估值方法，其计算公式是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目标企业的价值=可比企业的平均市净率×目标企业的净资产

相对估价法直观易懂，不需要太深奥的专业知识，计算简单，因此常被使用。在市场是完备或有效的假设前提下，只要可比公司选择得当，再选用适当的比率对目标企业估值，结果也常常比较理想。目前，私募股权投资市场使用的主要估值方法还是市盈率估值方法。但是，对于一些处于发展早期的中小企业，或者是处于财务困境中的企业，市盈率法并不适用。

资产评估法

资产评估法的假设前提是，企业是一系列彼此独立的单项资产的集合体，其价值取决于各项资产的评估价值之和。通常通过对目标公司的净资产进行加总来确定公司价值，是从构成企业整体资产的各要素资产重建的角度来考察企业的价值。该方法的应用前提条件是：一是企业各资产的整体性较差，企业整体获利能力较低，企业收益水平不高或者企业收益难以预测；二是企业各投入要素资产的重置成本能够加以确认计量。

使用资产评估法估值，关键是选择合适的资产评估价值标准。根据不同的计算标准，可以把目标公司的净资产分为净资产账面价值、调整账面价值、重置价值和清算价值。

账面价值以净资产的历史成本为依据，是指会计核算中账面记载的资产价值，它是一种不考虑现时资产市场价格的波动，也不考虑资产收益状况的静态评估方法。

调整账面价值是在账面价值评估的基础上，靠了解通货膨胀、过时贬值、组织资本等因素，从而进行调整的账面价值评估法，这种方法比账面价值评估法更加准确。

重置价值是扣除资产折旧和损耗之后的净资产现行市场价值。它把资产视为一种商品，在市场上公开竞销，在供求关系平衡状态下确定的价值。一个企业的市场价值超过其资产的重置成本，就意味着该企业拥有某些无形资产。

清算价值是目标企业出现财务危机而破产或歇业清算出售时，把企业中的实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

物资产逐个分立而单独出售的资产价值，是目标企业作为一个整体已经丧失增值能力时的资产评估法。对于股东而言，清算价值是清算资产偿还债务以后的剩余价值。

现金流贴现

现金流量贴现估值法的基本原理是，一家公司的价值等于其未来股利或现金流进行折现后的净现值。现金流折现法的基础是现值定律，即任何资产的价值等于其预期未来全部现金流的现值总和。它假定公司价值由其内在因素（如生产要素的合理搭配、管理水平、未来的赢利能力等）决定，因此，如果能够得到完全信息，贴现估值法是一种比较准确的估值方法。

现金流量贴现法是一种企业价值的计量模型，其计算方法为企业每一期自由现金流的折现总和。因此，用贴现法计算企业价值，需要把握三个变量：企业存续的期限、企业在存续期限内每一期的自由现金流量以及折现率。根据企业自由现金流量的选择不同，可以将贴现法分为红利贴现法、股权自由现金流量贴现法、公司自由现金流量贴现法及EVA贴现法。

6. 功夫老练在台前：玩转手中的投资工具

不同于证券市场，任何一种金融工具和手段的运用都要经过监管部门的审查批准，私募股权投资市场在这方面受到的监管很少，为金融交易手段和交易工具的创新提供了有利的环境。另外，私募股权市场严重的信息不对称和投资的高风险性也促使投资人开发一些新型的交易手段和交易工具，以最大限度地规避风险。私募股权基金在其投资过程中所运用的创新型金融手段和金融工具主要有：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多阶段注资安排

多阶段注资是指私募股权基金根据企业发展的状况，分阶段地对企业进行投资。在企业的发展初期，需要的资金量少，企业成长的不确定性大，可以先投入部分资金，如果企业发展地好，具备进一步投资的价值，再投入后续的资金。私募股权基金的多阶段投资，可以得到两个方面的利益：第一，保留了前景暗淡时放弃投资项目的权力，这样可以大大减少私募股权基金选错项目的风险。而且如果一次性地将资金投入企业中，会导致企业融资“超募”问题，企业缺少了预算硬约束，资金的使用会失去效率。第二，分阶段投资将使私募股权基金取得在未来一定时期内控制企业的权力，即通过否决企业的后续融资给企业施加压力，促使企业管理层能够更加努力地工作。

可转换证券

可转换证券一般是公司发行的一种允许投资者将其转换成本公司普通股票的信用债券或优先股票，前者称为可转换债券，后者称为可转换优先股。可转换证券实际上是债券（优先股权）与普通股票看涨期权的组合。私募股权市场中可转换证券的使用，有利于解决信息不对称所带来的道德风险问题，如果企业经营不善，投资方不执行转换权而收回投资的本金和利息，企业为了能够留住投资方，必然会竭尽全力将企业经营好。采用可转换证券，也有利于私募股权基金规避由外界不确定性因素带来的风险。企业所面临的技术风险、市场风险多来自于外界的不可控因素，持有可转换证券，当外界因素发生有利变化时行使转换权，将投资转换成普通股票；当外界因素发生不利变化时，不行使转换权，持有债券以规避风险。

股份优先购买权和出售权安排

股份优先购买权是通过投资交易合同给予私募股权基金优先购买企业再次融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资时的股权的权力，这实际上是赋予了投资方在企业取得成功时，进一步扩大投资规模的权利。私募股权基金和创业者都希望自己的股权能尽快变现，从而退出企业，但是两者的退出方式和目标可能发生冲突。私募股权基金可以在投资交易设计中保护自己的利益，平衡与创业者之间的利益冲突。一般来说，首先，私募股权基金可以拥有对其股份出售的卖权，以便在企业赢利性好但又不能上市的时候退出，购买股权的义务一般由公司管理层承担；其次，给予私募股权基金在一定时期将其股份拿到交易所注册的权力，并且由企业负担全部的注册费用，这在美国是很常见的；最后，私募股权基金在其权益转换成普通股以后，可以与创业者及其他管理人员以平等条件出售股份。

企业家期权

企业家期权是企业所有者向经营者提供激励的一种报酬制度，通常是给予企业的高级管理人员的一种权力，允许他们在特定时期内，按某一预定价格购买本企业普通股。这种权力不能转让，但所购股票可以在市场上出售。在私募股权投资的交易设计中，可以通过制定期权条款，给予企业高层管理人员在未来一定时期内一定比例的股权，以激励他们更加努力地工作，减少道德风险。在高成长企业中，股票期权较之于一般企业来说，将更加有效，因为企业具有高成长性和高收益性，股票期权具有较高的时间价值。

控制权分配

在私募股权市场，同股同权的一般规则难以满足投资者的需要，因此，在很多投资案例中，现金流分配权与各种控制权是分离的，这些控制权包括投资否决权、董事会席位分配、优先清算权等。控制权的分配往往也和企业的经营状况相关，当企业经营状况变得很差时，投资人希望获得对企业的完全控制，而当企业经营状况改善时，管理层会获得更多的控制权。投资后的财务控制和财务监督对私募股权投资的风险控制是至关重要的，私募股权基金一般会要求获取对企业的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财务控制权，如财务主管、内部审计、外部审计及定期查账等权力。

过桥融资与垃圾债券

过桥融资是私募股权基金并购业务的一种外源融资，是由投资银行向私募股权基金提供的以自有资本支持的、高利率的短期融资，条件是私募股权基金采用发行垃圾债券的方式来取代这种过渡性的贷款融资。作为短期融资，过桥贷款的利率比基础利率要高出5 ~ 8个百分点。以英国比萨公司收购美国库帕公司为例，比萨公司与雷曼、奈特威斯特两家投行联合组建了名为BNS的控股公司，它们分别持有49%、46.1%和4.9%的股权，BNS公司是比萨公司使用表外工具的载体，比萨公司借助这一表外工具，在其合并资产负债表上隐去了13.07亿美元的债务。当比萨公司日后持有BNS公司50%及以上股权后，该项债务才反映在比萨公司的合并资产负债表上。BNS公司收购库帕公司的资金来源渠道是多样的，其中13.07亿美元的债务资本由雷曼公司和花旗银行提供，雷曼公司提供了5亿美元的过桥贷款，并通过在美国发行3亿美元的垃圾债券得到了再融资，花旗银行提供了8.07亿美元的银团贷款。BNS公司2.09亿美元的优先股资本由比萨公司提供，该资金得到了奈特威斯特投行2亿美元的信贷支持。

7. 天堂还是地狱：对赌协议

对赌协议，这一概念对大家来说似乎并不陌生，蒙牛、永乐、太子奶，有的“赌进了天堂”，有的“赌进了地狱”。企业与私募股权基金巨头的一系列对赌交易，也给私募股权投资蒙上了神秘的面纱。那么，到底什么是对赌协议呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认识对赌协议

对赌协议的英文原文是“Valuation Adjustment Mechanism，VAM”，也就是“估值调整协议”，实际上是一种期权的形式。一般是由投资方与拥有控制权的企业管理层（融资方）在达成协议时，对于未来业绩不确定情况进行的一种约定。如果约定条件出现，投资方可以行使一种对自身有利的权利，用以补偿高估企业价值的损失；否则融资方就可以行使另一种对自身有利的权利，以补偿企业价值被低估的损失。对赌协议是投资方控制投资风险，激励企业管理者以达到预期目标的一种机制。根据具体内容，对赌协议可以分为股权调整型、货币补偿型、股权稀释型、控股转移型、股权回购型、股权激励型、股权优先型七种类型。

进入天堂的蒙牛

在国内，蒙牛和永乐的对赌协议可谓是家喻户晓。蒙牛通过与私募股权基金的对赌，不但成功获得了资金，而且使企业走上快速发展的轨道并成功上市；而永乐则不然，由于对赌的失败，最终被国美收购。

2003年摩根斯坦利等投资机构与蒙牛乳业签署了带有可转换权利的股权投资协议，未来转股价格仅为0.74港元/股。投资机构向蒙牛乳业注资3523万美元，折合人民币2.9亿元。这种投资方式实际上是债权加股票的看涨期权，其价值的高低最终取决于蒙牛乳业未来的业绩，如果未来业绩好，投资机构以股权投资，并获得高额的期权价值；反之则以债权投资，期权价值为零。

为了使预期增值目标能够兑现，摩根斯坦利等投资者与蒙牛管理层签署了基于业绩增长的对赌协议。双方约定从2003年到2006年蒙牛乳业的复合年增长率不低于50%。若达不到，公司管理层将输给摩根斯坦利等投资方约6000万～7000万股的上市公司股份；如果业绩增长达到目标，摩根斯坦利等机构就要拿出自己的相应股份奖励给蒙牛管理层。

2004年6月，蒙牛业绩增长达到预期目标。摩根斯坦利等机构的期权价值得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以兑现，换股时蒙牛乳业股票价格达到6港元以上。蒙牛乳业惊人的业绩增长，最终促使摩根斯坦利等三家机构投资者提前终止了对赌协议，3家机构投资者分3次退出后获得的投资回报率至少超过了4倍，另外还兑现奖励给蒙牛管理层6000多万股蒙牛乳业股份。

失意的永乐

而永乐则没有蒙牛这么幸运。2005年1月，摩根斯坦利等斥资5000万美元收购当时永乐电器20%的股权，收购价格相当于每股约0.92港元。摩根斯坦利入股永乐电器以后，与企业达成协议：在未来某个约定的时间，以每股约1.38港元的价格行使价值约为1765万美元的认股权。这一认股权利实际上是一个股票看涨期权。为使看涨期权价值兑现，摩根斯坦利等机构投资者与企业管理层签署了一份对赌协议。协议约定：如果永乐电器2007年（如遇不可抗力，可延至2008年或2009年）的净利润高于7.5亿元人民币，外资股东将向永乐管理层转让4697.38万股永乐股份；如果净利润相等或低于6.75亿元，永乐管理层将向外资股东转让4697.38万股；如果净利润不高于6亿元，永乐管理层向外资股东转让的股份最多将达到9394.76万股，这大约相当于永乐上市后已发行股本总数的4.1%（不计超额配股权）。并且规定，净利润计算不能含有水份，不包括上海永乐房地产投资及非核心业务的任何利润，并不计任何非经常收益。协议还设计了另一种变通方式，即若投资者达到回报目标，则永乐未达到净利润目标也可免于割让股份。这个回报目标是，摩根斯坦利等投资机构初次投资的3倍（2005年1月初次投资总额为5000万美元，其中摩根斯坦利投资约4300万美元），再加上行使购股权代价的1.5倍（摩根斯坦利在永乐电器上市前行使了约1.18亿港元的购股权），合计约11.7亿港元。依此计算，协议中的这一条款实际上是摩根斯坦利为自己的投资设定了一个最低回报率底线，即约260%。

2005年9月，永乐电器在中国香港成功上市。2006年6月底，永乐公开承认，当初与大摩签订协议时预测过于乐观，未来两年，永乐赢利能力面临着压力。同年7月，国美电器以52.68亿港元的代价收购了上市仅仅9个月的永乐电器。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. Pre-IPO 项目：私募股权基金的中国盛宴

Pre-IPO项目投资，是指投资于企业上市之前，或预期企业可近期上市时，其退出方式是在企业上市后，从公开资本市场出售股票退出。同投资于种子期、初创期的创业投资不同，Pre-IPO项目的投资时点在企业规模与赢利已达到上市标准时，甚至企业已经站在股市门口。因此，Pre-IPO基金的投资具有风险小，回收快的优点，并且在企业股票受到投资者追捧的情况下，可以获得较高的投资回报。

为什么上市前需要私募投资

企业之所以愿意在公开上市前引入私募股权投资机构，其目的是希望有实力的私募股权机构在公司上市和股票估值过程中发挥积极作用。私募股权基金的作用主要通过两种途径来实现：

第一种途径是提高企业自身的能力。一些实力较强的私募股权基金，在投入资金的同时，还会为企业引入管理、客户、技术、上市服务等资源，为保护自身利益，也会要求企业建立规范的法人治理结构。如投资无锡尚德的高盛可以为其提供高质量投资银行服务，投资于李宁公司的SGIC帮助李宁公司实现家族式管理向规范化管理的过渡，投资于百度的GOOGLE、投资于建设银行的美国银行可以为其提供专业经验等，这些都有助于提高企业的赢利能力与资本市场运作能力。

第二种途径是提高企业的资本市场形象。从私募股权基金的投资管理流程上看，为了控制自己的投资风险，在投资之前，将会对企业的业务、法律、财务、管理团队、上市的可能性进行详尽的尽职调查，并且作为专业机构，私募股权基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金具有强于普通投资者的行业分析与价值判断能力，因此私募股权基金对普通投资者起到了“先吃螃蟹”的示范作用，特别是声誉良好的一些基金会提升企业的资本市场形象，这有助于提升公开市场上投资者的信心。

创业板成了“创富板”

我国在2009年推出创业板市场后，私募股权基金的公开市场退出途径被打开，特别是在创业板市场推出初期，管理层希望通过市场规模的快速扩大，解决市场的流动性和高估值问题。在过去的2009年和2010年，创业板市场新上市公司的估值市盈率动辄高达80倍，甚至超过100倍，在这些公司上市前进入的私募股权基金大发横财，在赚钱效应带动下，目前Pre-IPO项目投资在我国异常火爆。

在创业板市场的首批23家上市公司中，PE参与投资的有23家，占82%，只有华测检测、硅宝科技、西安宝德、华星创业、华谊传媒没有PE涉足；参与投资的机构超过40家，可见PE对创业板企业的渗透力度之大。PE对23家企业的总投资额为7.37亿元，按股票发行价格计算，这些投资市值为53.35亿元，增值45.98亿元，6.24倍。其中，投资收益金额最大的是华平创投旗下Brook对乐普医疗的投资（2006年年底和2007年年初两次投资），其原始投资额为1.74亿元，公司IPO时持股7300万股，市值21.1亿元，增值19.4亿元，11倍；增值倍数最高的是北京科技风投对北陆药业的投资，其原始投资为705万元（已扣除转让部分），IPO时持股1151万股，市值超过2亿元，增值28倍。

在创业板市场首批上市企业中，PE/VC平均投资回报达到5.76倍。2009年12月，第二批5家创业板上市公司背后呈现6家PE/VC机构的身影。按照被投公司的发行价计算，PE/VC获得了6.77倍的平均投资回报率。以2009年10月30日首批登陆创业板的吉峰农机（300022）为例，本土创投昆吾九鼎投资管理有限公司通过股权的协议转让，以每股4元的价格拿到其334万股股份。而在其后的4月18日，公司2009年第一次临时股东大会上，又同意九鼎投资认购新增股份320万股，认购价格为每股4.3元人民币。6月9日，吉峰农机的股价为每股79.86元，与九鼎投资当初不足5元每股的初始投资相比，巨大的财富效应由此显现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创业板市场的高估值和赚钱效应也推高了Pre-IPO项目的估值水平。早在创业板市场推出前，大部分中小企业缺乏融资通道，私募股权市场平均价格仅为5 ~ 7倍的市盈率。即使在创业板开启新一轮IPO后，PE市场价格也不过10 ~ 12倍市盈率。目前，处于Pre-IPO阶段的项目正在成为稀缺资源，对于私募股权基金来说是狼多肉少，这也推高了Pre-IPO项目的估值水平。2010年年底，上海来伊凭借自身亮丽的财务报表招来众多PE投资人，最终以22倍市盈率赢得市场高端身价。即使在2011年A股主板市场平均市盈率只有不到15倍的情况下，Pre-IPO项目的估值水平仍在20倍左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六章

阔佬们的玩命游戏

——私募投资的风险规避

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凡事都有两面性，风险与机遇同时存在,私募股权投资同样也会存在着风险。作为一种专业化的投资形式，私募股权基金更加注重在合理安全的策略之下投资获利，对投资过程中的风险隐患，及时进行规避，并做好预防措施。与证券市场相比，私募股权市场的信息不对称问题更严重，市场的信息流动少，估值差异巨大，市场有效性不足，每一个私募股权投资项目都处于重重风险之中。在私募股权市场，有特定的风险特征，人们的智慧就会创造出相应的风险规避措施。

1. 机遇与风险并存：没有稳赚不赔的生意

私募股权投资也是有风险的

我们所了解的私募股权基金，它们手握巨资，四处出击，无所不能，低价买入，高价卖出，动辄有百分之几百的利润，少的也会有百分之几十的收益。殊不知我们所了解的，媒体所渲染的往往都是那些成功的案例，事实上私募股权投资是一种高风险高收益的投资活动，它的投资风险远高于证券投资。

在现实生活中，“风险”（risk）一词是人们运用得非常广泛的概念，对风险的含义与特征的解释有多种，且莫衷一是，常见的有以下解释：①风险是指某一行动结果的不确定性；②风险是发生损失或失败的可能性；③风险是实际结果与预期结果发生背离的可能性等。基于社会大多数人的认识和理解，风险的含义是指在特定的期间内，各种各样难以预料或无法控制的因素变化使特定主体发生利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益损失的可能性，特定主体的利益损失也可以理解为实际收益与预期收益的偏离。风险导致的结果是投资者不希望得到的结果，我们可以从两个维度来理解这种不希望得到的结果：一个是投资损失的大小，另一个是投资损失的可能性。由于公司制度中有限责任的存在，私募股权投资的最大损失是投资的本金额，从投资损失的数额来看，其高风险性并不突出，而真正体现其高风险性的是风险结果的第二个维度，即损失发生的可能性，即私募股权投资活动中由于不确定性因素导致投资损失发生的可能性很大。

也就是说，在私募股权投资领域，真正成功的案例只是少数，而大部分的投资是失败或者只有很少的赢利。如果我们仔细寻找，私募股权市场的失败案例也是比比皆是，如亿唐、尚阳科技、博客网、PPG、亚洲互动传媒、ITAT、分贝网、视频网站Mysee、炎黄健康传媒、真功夫餐饮等。

案例：炎黄健康传媒，危机面前投资人与创业者反目

炎黄健康传媒成立于2004年，短短几年时间，炎黄健康传媒的液晶电视、框架、DM媒体网络已覆盖全国36个城市的医院、社区、药店，成长为中国规模最大、涉及面最广、最具权威的健康生活传播平台。

炎黄健康传媒的高速发展也受到了私募股权投资机构的关注，2006年9月，炎黄健康传媒获得软银赛富500万美元投资，2007年10月又获得兰馨亚洲投资集团（Orchid Asia）、崇德投资有限公司（CRCI）、银瑞达创业投资有限公司（Investor AB）、汇丰银行四家联手投入的3500万美元，先后总共获得近5000万美元的投资。2008年1月，分众传媒宣布向炎黄健康传媒投资500万美元现金，同时还将旗下覆盖中国国内31座城市所有医院和药品连锁店的医疗保健联播网的所有权转让给炎黄传媒，分众传媒获得炎黄传媒20%的股份。

在成功获得第二轮融资后，炎黄健康传媒开始在全国扩张，收购了很多地方性的户外媒体公司，甚至曾经有过1个月收购11家公司的惊人记录。至2007年底，炎黄健康传媒在全国36个城市共有液晶32800块屏。2008年金融危机爆发，私募股权投资市场委靡，证券市场IPO大幅度减少，投资人开始要求公司节流过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冬，但炎黄健康传媒的4000万美元融资款已经在快速扩张的圈地中消耗一空。

在2008年10月，风云突变，以软银赛富为首的PE以董事会名义突然通知员工，免去赵松青的董事长兼CEO职务，由投资人代表金玉丹接任CEO。但是罢免却引发了赵松青的强烈反弹，赵松青随即解雇了时任公司高级顾问的金玉丹。

各家投资机构和公司创始人赵松青之间的矛盾源于炎黄健康传媒持续而频繁的中高层人事变动，2008年6月中旬至7月初，炎黄健康传媒离职人数高达42人，其中总监级别离职10人。离职人员中，包括炎黄健康传媒首席运营官曹黎明、人力资源总监夏海涛、总裁助理兼公关中心总经理张翼等中高层人员。

频繁的中高层人事变动让炎黄健康传媒处于动荡中，也让投资炎黄健康传媒的各家PE机构对董事长兼CEO赵松青失去耐心。因此，软银赛富、兰馨亚洲投资基金、汇丰直接投资等投资人，在谈判未果的情况下，召开董事会罢免赵松青。

但事情的发展并非像各家投资机构想象得那么顺利，投资人和公司创始人之间的矛盾非但没有解决，却愈加尖锐起来。这让国内医院传媒网络的老大——炎黄健康传媒陷于内讧，原计划于2008年年底的上市计划也泡汤。

2. 私募的“风险”投资本性：风险无处不在

企业的成长风险

私募股权投资以高成长企业为主要对象，这些企业不是一般意义上的中小企业，他们拥有长远发展目标，积极追求创新，为了开创伟大的事业而甘愿冒失败的风险，高成长企业自身的高风险性决定了私募股权投资的高风险性。企业的成长往往与创业和创新相联系，创业和创新意味着变革和冒险，创新的结果可能是成功，也可能是失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在企业的创新过程中，面临着技术风险、市场风险、政策风险等不确定因素。技术风险是指由于技术开发失败的可能性、生产工艺开发失败的可能性及技术效果的不确定性而带来的风险，如研究方向选择错误、技术本身不成熟、替代技术的出现等；市场风险是指由于企业的创新产品或服务不能被市场所接受，从而导致企业不能由此而获利的可能性，如创新产品或服务与消费者的需求不符合、创新产品或服务的市场狭小、市场推广困难等；企业创新的政策风险是指社会政治、国家或地方法律法规政策等条件发生变化，对企业创新产生不利影响，从而导致失败的可能性。如不符合国家或地方政府的环保政策、能源政策、科技政策，无法获得原材料、设备、技术的进口许可等。

即使企业创新活动成功，在企业的成长过程中，还会面临成长的风险，主要包括：战略风险、管理风险、财务风险等。例如，一些创业者由于缺乏战略思维和长远发展目标，在企业度过生存危机后，找不到进一步发展的方向，使企业最终成为长不大的“小企业”，甚至走向失败；再有，有的企业的管理方式不能从最初的家族式管理、粗放式管理向正规化管理转变，管理层不能随着企业发展壮大而同步优化升级；有的企业在发展过程中，由于不能合理规划企业的现金流，导致企业不能按时偿还到期债务，企业信用度降低，增加企业再融资的难度和融资成本，甚至导致企业破产。

私募股权市场的风险本性

从金融市场的角度来看，私募股权投资市场具备自身所特有的高风险特征。从金融工具的角度来看，公司中的股权资本对债权起到担保的作用，没有偿还期限，因此股权投资的风险要大于债权投资风险；从资金募集方式来看，私募市场是非正式的、缺少监管的市场，投资者的利益保护机制远远不及公募市场，私募投资的风险要大于公募市场。因此，私募股权市场是整个金融市场体系中风险最大的，其风险主要体现为：

首先，私募股权市场中存在严重的信息不对称。不同于证券市场，私募股权市场没有强制性的信息披露机制，也没有完备的信息传播渠道和信息反映机制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，在私募股权市场中，投资者与被投资企业之间存在严重的信息不对称，以及由此导致的逆向选择和道德风险问题。如果企业的发展潜力很大，具有很好的投资价值，首先获得这个信息的是内部人，其次是关联人，只有在内部人和关联人的资本实力无法满足企业发展的需求时，才开始寻找外部的金融资本。从私募股权投资的整体来看，势必有一部分最优质的企业被内部人与关联人过滤掉，私募股权基金无法获得投资于最优秀企业的机会，这就是私募股权基金所面临的比较独特的逆向选择问题。私募股权投资中的道德风险问题主要表现为：在资本投入企业以后，企业基本度过了生存危机，企业家失去了最初创业时的压力，工作的努力程度下降；在投资项目失去进一步投资的价值时，企业家会不顾投资风险而继续增加对该项目的资金投入；或者是盲目开发高风险的研发项目。

其次，私募股权市场的流动性严重不足。不同于证券市场的集中交易机制，私募股权市场的交易行为是分散的、偶然的和不规范的，其流动性远远低于证券市场。在私募股权市场中，如果投资者在投资一家企业后，发现该企业的投资价值低于自己最初的判断，或者企业与自己的投资策略不符，希望从企业中退出，是非常困难的。因此私募股权投资在一定程度上说是一种不可逆的投资。

最后，私募股权市场存在极大的估值风险。在证券市场中，由于有完善的信息披露机制和信息传播渠道，上市公司的各种信息可以很快地在股票价格中得到反映，股票的估值基本上是合理的，即使投资者不了解上市公司而盲目买入股票，错误估值的风险也不大，除非市场价格被人为操纵。而在私募股权市场中则不同，由于缺乏有效的信息传播渠道，一家企业的信息扩散的范围很小，市场上难以体现出企业的合理估值。因为缺少有效的估值参考体系，私募股权基金面临严重的估值风险。如果对企业估值过高，会导致未来的投资收益率下降；如果估值过低，掌握信息优势的企业家就会去寻找其他的基金。

综上所述，私募股权投资的高风险性是由其投资对象和自身投资方式的内在属性所决定的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 系统的制度设计：把风险降到最低

控制风险的源头是成功的基础

私募股权投资的各个环节都存在风险源，任何一个不确定因素的改变都可能导致投资的失败。为了最大限度地降低风险，需要对投资过程中的各个风险源进行有效的控制，这需要一个严密的制度和工作流程来保证。

私募股权投资过程一般分为下面几个阶段：第一阶段是项目寻找阶段，通过各种渠道，找到有投资价值和增长潜质的企业，进行初步接洽，建立合作意向；第二阶段是投资分析阶段，对目标企业进行业务、财务和法律上全方位的尽职调查，设计合作的框架，测算投资收益；第三阶段是项目投资，签订相关投资协议，出资，完成工商注册变更等手续；第四阶段是项目管理阶段，按照公司章程中的法人治理结构，对公司的经营业务进行辅导与监控，同时着手IPO方面的设计；最后是项目退出阶段，推进企业实施IPO，择机抛售股票，套现。在这个过程中，投资分析和协议签订是决定一个项目成败的关键环节，在这个环节，需要对各种可能导致投资失败的风险因素进行识别和控制，严密的投资决策流程和管理制度是实现风险识别和风险控制目标的有利保证。

科学的决策流程是控制风险的制度保证

一个典型的私募股权基金的投资决策流程如图6-1所示。

在投资决策流程中，投资经理的尽职调查和投资决策委员会的审核是两个重要的环节。投资经理应具备一定能力和素质，不但要掌握多个领域的专业知识，还应该熟悉金融、管理及法律知识，具备一定的经验。私募股权基金也会建立对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资经理有效的激励与约束机制，如对投资经理的尽职调查工作提出规范性要求，根据投资决策委员会审核通过或否决的项目数量对投资经理进行考核。在有些私募股权基金中，也会要求投资经理对自己所负责的项目强制跟投，即投资经理利用自有资金按照一定的比例对选中的企业同时进行投资，这样可以有效地规避投资经理的道德风险。这种模式在内资的私募股权基金中较为常见，在外资私募股权基金中，由于担心利益冲突问题，跟投的现象很少。

投资决策委员会的构成也很关键。投资决策委员会成员应该具有很强的金融行业专业技术能力和判断能力，以及在其他行业的综合研究能力，具备丰富的投资经验和专业知识，拥有良好的职业操守，能对涉及股权投资、风险管理等方面的复杂问题做出准确的判断。投资决策委员会成员应该由基金董事会提名，由基金股东大会或基金管理委员会选举产生。投资决策委员会应该能够对项目的投资决策做出独立的判断，一般采用投票形式，委员会人数为单数，按照少数服从多数的原则决定项目的审核通过或否决。

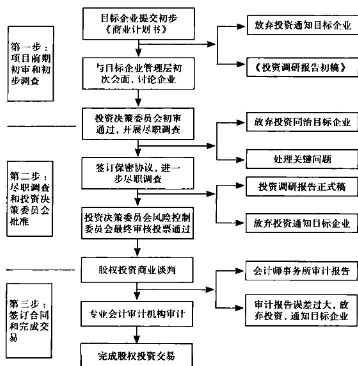


图6-1 私募股权基金的一般投资决策流程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在必要时，基金可以通过聘请外部投资顾问的方式，提高投资决策的科学性，但由于投资顾问一般不会参与企业的利润分配，也不会承担投资失误的责任，他们与基金的主要利益关系就是获取一定数额的顾问费。投资顾问可以站在一个比较中立的角度，根据自己的专业知识和商业直觉，对项目的投资价值做出判断，但由于缺乏有效的激励与约束机制，他们能够投入的时间和精力是有限的。国内有些基金聘请一些来自于高校或研究机构的知名学者做投资顾问，他们往往不具备企业管理和股权投资的职业经验，对商业的理解也不十分深刻，在投资决策中所起的作用有限。

4. 详细的财务审查：谨防财务骗术

在私募股权投资中，财务报表是评估目标企业所必不可少的工具和重要的信息来源。私募股权基金的投资经理，大多都具备财务和金融背景，习惯于通过财务数据认识目标企业，评估企业资产状况，分析企业价值，发现企业发展中存在的问题。尽管财务数据非常重要，但对财务数据自身所固有的信息缺陷也应该有足够的认识。

财务骗术面面观

在投资人与企业存在严重信息不对称的情况下，如果投资人不能深入到企业对其生产、销售、产品研发活动进行详细调查，仅仅依靠企业提供的财务报告，就可能遭遇到形形色色的财务“骗术”，这些财务骗术可以概括为以下七个方面三十种手法：

骗术之一：过早地记录收入或记录有问题的收入

（1）在未来服务尚未提供时提前确认收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）在货物发出或客户无条件接受前，确认收入

（3）在客户还没有义务支付货款时，确认收入

（4）向附属机构出售产品

（5）给予客户某种回扣作为补偿

（6）重复计算收入

骗术之二：记录伪造的收入

（7）记录缺乏实际经济意义的收入

（8）将出借交易所得的现金记录为收入

（9）将投资所得作为收入记账

（10）将供货商未来继续购买为条件的折扣记做收入

（11）将公司合并前不适当扣减的收入冲回作为新公司的收入

骗术之三：使用一次性所得增加收入

（12）通过出售低价资产增加利润

（13）将投资所得作为收入的一部分

（14）将投资所得作为营运费用的减少来报告

（15）通过资产负债表上各个栏目的重新归类来制造收入

骗术之四：将现期费用往前或往后转移

（16）将正常的营运成本，尤其时最近发生变化的成本资本化

（17）变更会计政策，将现期费用转移到过去

（18）成本折旧或摊销过慢

（19）不注销价值所剩无几的资产

（20）降低资产减值准备

骗术之五：不记录负债或不适当减少负债

（21）在未来义务仍然存在时，不记录相关的负债和费用

（22）通过变更会计假设条件，减少负债

（23）将有问题的准备金冲回，充做收入

（24）制造假冒的销售折扣

（25）当收到现金时，即使未来义务仍然存在，仍然记为收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

骗术之六：将现期收入转移到未来

（26）建立准备金然后在未来某个时期冲回，充做收入

（27）在公司兼并完成前夕，不适当地扣留收入

骗术之七：把未来费用作为特别费用转移到现在

（28）不适当地将特别费用的数量夸大

（29）不适当地在兼并之后，将正在进行的研究与开发费用注销

（30）把自由性费用加速转移到现在

谨防财务数据会失真

财务数据的失真与会计准则的局限性有很大关系。我国虽然已经实行了新会计准则，会计体系逐步跟国际接轨，但财务报告固有的信息缺陷仍然存在。主要体现在以下两个方面：

（1）会计政策具有可选择性

这种可选择性使财务报告或评估报告本身存在被人为操纵的风险，最典型例子是大量存在于企业中的盈余管理行为。此外，诸如无形资产评估、赢利预测这些重大事项也存在着诸多可供选择的方法与标准。一旦不充分不及时披露与重大事项相关的会计政策及改变，势必造成投资双方的信息不对称。

（2）不能有效反映或有事项与期后事项

财务报告的核心——财务报表，实际上只能反映企业在某个时点，某个期间的财务状况、经营成果与现金流量，由于会计数据讲究真实性与可验证性，财务报表数据基本上是以过去的交易及事项为基础。某些基于稳健性原则所计提的准备，如坏账准备、存货跌价准备，长期投资减值准备等，其计提比例实际上也是以历史的经验数据与税则规定为基础。这使得一些重要的或有事项、期后事项往往被忽略或刻意隐瞒，如未决诉讼、重大的售后退货、自然损失、对外担保、税务隐情等，均直接干扰对企业的价值与未来赢利能力的判断，影响股权转让价格的确定，甚至给投资过程带来不必要的法律纠纷。

因此，私募股权基金在对目标企业进行考察和评估中，必须要充分认识到财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务数据的局限性，谨防失真的财务数据对投资人的误导。除了要聘请注册会计师对目标企业的财务报表进行公立的第三方审查以外，投资经理也应该深入到企业的生产、销售现场，通过与用户、供应商、一线生产工人、研发人员等开展调研，透过财务数据发现企业的真实情况。

5. 计划完美才能决胜千里：完善交易策略

私募都有哪些交易策略

在证券投资领域，降低投资风险的手段主要有风险转移、风险分散和套期保值。而在私募股权投资领域，由于市场流动性不足，风险转移和套期保值手段难以实现，通过风险分散手段降低风险也有很大限制，一个私募股权基金不能投资于数量过多的项目。但在私募股权投资领域，一些独特的方式被用来控制投资风险，主要包括：

（1）通过严格的项目筛选排除风险

在私募股权基金的备选企业中，质量有很大差异。对于某一个具体的企业来说，投资风险和收益往往并不是正相关的，而表现出一种负相关的关系。高质量的企业，未来发展潜力大，成功的概率高，投资风险低，预期收益高；低质量的企业，未来发展的潜力小，成功的概率低，投资风险大，预期收益低。私募股权基金通过严格的项目筛选，过滤掉那些低质量的企业，就可以有效地降低投资风险。

（2）通过特殊的契约安排防范风险

私募股权基金是一种长期投资，在投资期限内，企业外部环境的不确定因素和企业内部的不确定因素发生变化，以及企业家及公司管理团队的道德风险行为，都可能会导致投资失败，为了控制这些风险，私募股权基金采用一些专

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业化的契约手段，如可转换优先股、可转换债权、分阶段注资、特定的控制权安排等。

（3）通过参与董事会决策来监控风险

作为股东代表，私募股权基金可以获得参与企业董事会的权利。董事会作为公司的决策机构，决定着公司的未来发展方向和主要利益分配。基金参与企业决策的最主要途径就是董事会，它们利用在董事会中的知情权和投票权，对企业的重要决策问题上进行监督，有效保护基金投资者的利益。

（4）通过联合投资分散风险

私募股权基金之间的联合投资是金融市场中的一种特殊现象，是降低投资风险的一种手段。由几家私募股权基金合作，在某一个项目上由一家私募股权基金负责领投，其他基金跟投，对于私募股权基金来说，相当于在一个项目上花费了时间和精力，但能够同时在多个项目上投资，不但起到了分散化投资的效果，也不会因为投资了多个项目而不得不减少对被投资项目的审查和监控。

作为典型的财务投资者，私募股权基金一般不谋求对企业控股，但在一些涉及到投资者利益的重大问题上，要求掌握一票否决权。有的基金是通过在投资协议中明确约定在某些事项上的一票否决权，有的则是通过一定的持股比例（如33%）来实现一票否决。除了要求在董事会中占有一定席位以外，有些私募股权基金还特别强调对财务的知情权和控制权。为了对创业者和公司管理层实施有效的激励，对其授予股权期权也是私募股权基金广泛采用的策略。估值调整协议（对赌协议）是私募股权基金强化对创业者和管理层的激励与约束的重要契约手段，这种机制我们可以通俗地概括为“胡萝卜加大棒”，如果企业能够达到投资人所要求的发展目标，创业者和管理层将获得投资人给予的一定数额的收益，如果投资人要求的目标没有达到，则创业者和管理层则受到投资人的一定惩罚，这种契约安排既有激励作用，也有鞭策作用。

案例：亚信公司与私募股权投资机构的契约安排

亚信公司的创始人是几个留学美国的中国留学生：田溯宁、丁健、刘亚东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及赵耀等，该公司成立于1994年，原始资金来自于天使投资者——美籍华人房地产开发商刘耀伦先生的50万美元。天使资金用完之后，公司即出现严重的资金短缺，也开始了寻找私募股权融资的过程。经过一段时间的努力，最终于1997年12月与华平、中创及富达等三家私募股权投资机构达成投资协议。这三家投资公司联合投资1800万美元，并一次性注入亚信。

亚信与私投资机构达成投资约定的最初股权分配比例为：华平占10%（投资1000万美元）、中创占6%（投资600万美元）、富达占2%（投资200万美元）。此外还约定，如果1998年和1999年两年期间亚信公司实现的息税折旧摊销前利润能够达到商业计划书中预计的指标，则创业团队与投资机构所持股份比例不变，如果未达到，则相应增加投资机构所持股份。事实上，由于亚信未达到其预计指标，因此在2000年度财务审计完成后，投资机构所持股份增加，华平持20%，中创为12%，而富达则为4%。

亚信公司的董事会席位分配为：董事会由6人组成，华平及中创各有一名代表进入、亚信公司的创业团队有三人进入，另外天使投资者刘耀伦先生也进入董事会，并成为董事长。同时华平对重大事项（如预算、重组、再融资、重大经营方向改变等）还拥有一票否决权。

6. 和聪明人做事：选择正确的合作伙伴

私募股权投资是众多合作伙伴之间的游戏，选择正确的合作伙伴，与志同道合的人共事，是投资成功的关键因素。决定私募股权基金投资成败的合作关系主要有以下两个方面：第一是投资人与投资人之间的合作，即联合投资；第二是投资人与企业管理者的合作关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联合投资中的合作伙伴

联合投资，也称为投资辛迪加，是指两个或更多的私募股权基金共同投资于一家企业，联合投资可以是发生在同一投资轮次的同时投资，也可以是在同一项目的不同轮次、不同私募股权基金先后对同一公司进行的序贯投资。联合投资在私募股权投资市场中是一种非常普遍的现象，据VeniureEconomies的统计，2000年美国的创业投资有60%是通过联合投资完成的。

对联合投资行为的解释主要有财务导向理论和资源导向理论。财务导向理论认为联合投资能让私募股权基金投资更多的项目，提高其投资组合的分散性，降低其投资组合的非系统风险。与此相反，资源导向理论则认为，联合投资是投资选择和管理过程中分享信息的需要，认为通过联合有经验的私募股权基金，可以降低在项目筛选时的逆向选择的风险。并且在投资后，通过联合可以获取与管理项目相关的经验。

联合投资不仅仅是私募股权基金规避投资风险的一种策略，其本身也是一个复杂的体系和过程。不仅要对拟投资企业进行筛选与甄别，还要对拟参加联合投资的合作伙伴进行筛选与甄别。合作伙伴选择的结果从一开始便决定了伙伴关系的性质，同时伙伴选择能够对联合投资以及被投资企业的绩效产生很大的影响，只有选择了恰当的联合伙伴，联盟才可能取得预期的成功。备选伙伴的能力风险和组织风险是联合投资伙伴选择中所面临的主要风险，要规避联合投资伙伴选择的风险，首先要对备选联合投资伙伴进行收益和风险的全面评价，以确定最佳的合作伙伴。

联合投资者的能力风险主要有财务能力、管理能力、技术能力和市场能力四个方面，财务能力是指投资人的财务管理水平、资金筹措能力，如果投资合作伙伴财务能力不佳，在项目投资后的漫长等待期内，可能因为资金链紧张而影响到其他联合投资伙伴的财务安排。管理能力是私募股权投资者为被投资企业提供增值服务的主要能力，如果合作伙伴缺乏相应的管理经验，则会给企业的发展带来不利影响。技术能力则是指联合投资伙伴对被投资企业所拥有技术的把握能力，市场能力则是备选联合投资伙伴对拟投资行业市场的把握程度，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这两种能力的缺乏都会增加项目选择和项目管理的风险。备选伙伴的组织风险主要包括了备选伙伴的投资风格风险，组织文化风险，长期合作的风险，社会网络和资源的风险等。

创业者的选择更重要

在股权投资基金与企业管理者之间的合作关系中，合作伙伴的选择同样关键。企业管理者的管理能力、合作意识、创业的热情、职业道德等，都是影响企业发展的重要因素。如果目标企业没有一个具备很强能力的领导人，就无法带领企业在面对困难时披荆斩棘，迎难而上。如果企业领导人缺乏合作意识，刚愎自用，无法与管理团队其他成员合作，随着企业的壮大，管理问题将制约企业无法实现进一步的发展。如果企业领导人缺乏创业的热情，只是将创办企业作为一个赢利的途径，他们就可能引领企业走入歧途，难以将企业带入健康的发展轨道。一个缺乏职业道德的领导人，投资人的利益将很难得到保障。

案例：分贝网的投资失败教训——选错人就没有了一切

说起分贝网，知道的人不多，但说起《老鼠爱大米》就无人不晓了。2003年6月，在重庆石桥铺电脑城打工的郑立，和朋友一起创建了163888网站，寓意“一路上发发发”。他们在电脑城附近租了个小房子，吃、住、办公都在一起。随后，他们开发K8录歌软件，163888逐渐成了中国首屈一指的网络歌手聚集地。香香、杨臣刚等网络歌手在他们网站成功推出，《老鼠爱大米》等网络歌曲风靡一时，让163888网站名声大噪，号称“华人第一音乐社区”。

随后，163888受到众多投资机构的追逐，2004年10月，IDG向其投资200万美元，占20%股权，这也是IDG在重庆投的第一家个人网站。163888主要依靠卖空间和收取会员费获得收入，到2006年，网站注册用户达到1200万，163888也获得互联网领域的不少荣誉。同年，163888获得了阿尔卡特公司的600万美元投资，占12%股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年6月，网站启用了新名字和新域名：分贝网，但其赢利模式并未有根本转变。但随着企业的发展，依靠卖空间和收取会员费的赢利模式难以为继，广告成了分贝网主要的收入来源。到2009年，郑立涉嫌经营色情视频聊天业务被捕，2010年1月，此案开庭审理，郑立当庭认罪。

分贝网经营上处于困境，除了市场竞争激烈、商业模式不清晰之外，创始人团队的不成熟和不完善也是很重要的原因。据郑立早期接触过的一位做“天使投资”的民营老板回忆，他答应可以投资200万元，占30%的股份，但提出要另聘CEO，郑立没有答应。在融资之后，郑立也试图聘任职业经理人，但均告失败。其中一位曾任在搜狐任职，但不到两个月就离任，他后来对媒体谈到了“80后”创业者身上有刚愎自用、不培养团队、不看重思想、不注重章法的四大顽疾。

分贝网已经停止运营，创始人郑立已是阶下囚。出现这样的结果令人费解，一个缺乏基本职业道德的创业者，既没有管理企业的经验，也没有一个精诚合作的管理团队，是如何被私募股权基金选中的呢？郑立在企业遇到困难时，非法从事色情网站业务，投资人又是如何进行监督的呢？

7. 有效的监督：不能让马儿脱缰

对“一把手”的监督不能少

2008年爆发的金融危机使金融市场的流动性骤然紧张，大量私募股权基金的融资计划搁浅，投资量锐减，证券市场IPO减少，估值水平急剧下降。在危机面前，本应该是同舟共济的投资机构和创业者，彼此之间的矛盾开始暴露，创业者的道德风险问题引起了私募股权投资机构的关注。

在私募股权市场火暴时，大家都争抢好的投资项目，“萝卜快了不洗泥”，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些动机不纯的创业者能够蒙混过关，但在金融危机爆发后，问题都暴露出来。例如，有的创业者将赚钱作为创业的目标，抱着“如果有VC/PE我们就做这个项目，没有VC我们就不做”的想法，没有超越金钱之上的追求和事业心，缺乏创业的抱负和热情，这样的项目一旦遇到困难，创业者就会选择开溜。也有一些创业者把拿到VC/PE的投资作为项目的成功，更有甚者，把从VC/PE那里拿到的钱当做了公司的营业额，化公为私，甚至涉嫌“洗钱”。

被投资公司的管理团队尤其是“一把手”把公司的钱“转移”到私人手中，一般的做法是：在被投资公司之外成立几家由自己控制的公司，把被投资公司的若干业务外包甚至是高价外包给这些外围公司；在进货环节，从供货商那里吃回扣；在物业、店铺的购买、租赁和装修等环节，实现中饱私囊等。

投资就是投人。在中国，第一是投人，第二是投人，第三还是投人，这是非常关键的。除了在选项环节关注对人的考察以外，投资之后的监督也很重要。道德高尚的创业者对于投资成功固然重要，但“知人知面不知心”，对于投资人来说，理性的选择就是加强对企业的监督，特别是财务方面的监督。

案例：私募在亚洲互动传媒折戟

2008年9月20日，首家在日本东京交易所上市的中国内地企业，亚洲互动传媒有限公司退市，比起1年前的上市，其退市产生了更大影响力，造成了近年来中国公司在海外资本市场的最恶劣影响。受此事件的影响，红杉资本中国基金的联合创始人张帆的黯然离职，甚至远离了私募行业。

2002年，崔建平创办了北京宽视网络技术有限公司（下称“宽视网络”），开始从事TVPG业务。2004年7月，宽视网络的海外控股公司——亚洲互动传媒在英属百慕大群岛设立。亚洲互动传媒自称是“中国提供跨媒体平台电视节目指南解决方案的领导者”，其销售收入中，以电视广告代理业务为主，TVPG（电视节目指南）和EPG（电子节目指南）为辅。

2005年月10月，公司获得红杉资本的投资。在红杉资本之后，亚洲互动传媒先后接受了包括新加坡野村证券公司（持有公司已发行股份38.89%）、美林

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本证券公司（11.88%）、日本最大的广告公司电通（2.70%）、NTT移动通讯公司、日本最大的卫星通信公司JSAT、伊藤忠商事Itochu等日本著名金融、广告公司的投资。到上市前，红杉资本占公司总股本的11.56%，张帆任亚洲互动传媒的董事。

2007年4月，亚洲互动传媒在东京证券交易所上市，按上市价格计算，这笔投资给红杉资本带来了近7倍的投资回报。

导致公司退市的导火索是会计师事务所拒绝为其2007年年报出具审计意见，并披露了CEO崔建平挪用公司资产的丑闻。崔建平在未得到公司董事会同意的情况下，将宽视网络在中国银行的1.069亿人民币的定期存款为第三方企业北京海豚科技发展公司的债务提供担保，后者从银行贷款1.03亿元人民币，并有1800万元已用于偿还海豚科技部分贷款，而剩余资金或将无法收回。事实上，海豚科技是崔建平1995年前后成立的公司，2004年10月，他辞去了海豚科技董事长、经理的职务，此后的2005年1月又把手中价值为613.5万元的全部股权转让给了陈常军，并不再担任该公司董事职务。崔建平缘何要为一个与自己无关的公司提供贷款担保，一个合理的解释是，海豚科技还是受崔建平控制的关联公司。

亚洲互动传媒的退市，让11家机构投资人同时失手，失去了退出平台。红杉资本作为该公司的第二大股东，仍持有其9.19%的股份，仅在2008年5月卖出了1.34%的股份；而其他十家股东都没有股权转让的历史记录。

私募股权基金的教训

亚洲互动传媒的退市，暴露了私募股权投资中的三个问题：一是尽职调查，无论是有多大的成功把握，尽职调查都不能草率。二是投资以后，对公司的监督很重要，公司上市以后，资金被用来违规担保，足以暴露出公司的治理结构存在严重问题，也是投资人监督不力的严重后果。有红杉资本等众多机构投资者的参与，亚洲互动传媒的公司治理竟然形同虚设，出现资金使用的问题。三是，私募股权投资中，人的选择很重要，特别是创业者的个人操守。君子不立于危墙之下，私募股权基金在其投资之后，对企业的控制能力总是有限的，如果没有一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以信任的CEO，其投资风险之大是可想而知的。

8. 适度监管：行业健康发展的保障

变了味的私募融资

2011年9月20日，在石家庄市的一个写字楼里，“冯老师”在对数十位听众描述着发财之道。他在讲解中不断强调：“集团公司净资产总额是34.68亿元”、“公司工艺品价值16亿元”、“公司旗下已经有两个板块在美国纳斯达克上市，第三个板块即将启动上市”、“现在是最好的投资机会，期权价格今天又涨了10%”，台下的听众也热血沸腾，气氛异常活跃。这一幕发生在石家庄一家私募股权基金的会议室里，台上的“冯老师”为其市场部门的负责人。该基金已经在河北省发改委备案，正是这样一家正规的私募股权基金，募集资金方式却是匪夷所思——该公司设置了“有创造性的”期权计划及“多层级设置，人拉人，高额回报诱惑”的方式。

让投资者心动的不仅仅是上市的“画饼”，还有公司期权增值的巨大诱惑。其期权机制的核心内容是：每个投资者在投资入股时，能获得对应的期权数，而期权的价格形成机制与基金募集资金的增加额有关，每增加200万元，期权价格上涨1分。据最初投资该基金的人介绍，初始时该期权的价格是1分钱，但没过几天，期权价格已经上涨到了2角多。

该基金的考核机制也令人产生很多疑问。基金设置了明确的层级和奖励机制，按照“信用评级”设置了6个层级的身份：理财客户、理财师、理财专员、理财主任、理财经理和理财总监，根据发展投资者人数和销售金额的多少来确定付给公司工作人员的报酬。此外，投资者也可以通过介绍新投资者的加入来获取“投资收益”，该基金依靠这种人与人之间相互介绍，不停地发展投资人规模。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该基金的这种人拉人的资金募集方式，将大量普通投资者的资金吸收进来，融资模式上存在很大的潜在风险。私募股权投资是一种高风险投资，投资的失败率很高，要求投资人具备很强的风险承受能力。从国内外经验来看，在私募股权基金的资金募集环节，对投资人都有很严格的限制。如果任由大量的普通投资者将其资金投入到私募股权基金，一旦投资失败，这些投资者的资金无法收回，将可能会引发社会问题。

当前，我国出现了一股投资私募股权基金的热潮，有人称之为继“全民炒楼”之后出现的一股“全民PE”热。一大批不知道PE为何物的投资者，将其资金交给基金管理者，这对于投资者和基金管理者来说，都蕴涵着很大的风险。当前，投资者都是奔着项目的上市而投资的，如果证券市场上IPO数量减少，市场估值水平下降，或者是投资的公司在项目退出前由于业绩下滑而退市，都会导致投资收益难以实现，甚至投资的本金也发生损失。对于基金管理者来说，募集到这些“浮躁”的资金，对基金的投资策略会产生不利影响，基金管理人也很难贯彻长期投资和价值投资的策略。

适度监管也是控制风险的必由之路

因此，从控制风险和行业健康发展的目的出发，我国应该对私募股权基金实行适度的监管。根据国家发改委的监管思路，私募股权基金的监管有六大要点，即股权投资企业的资本只能以私募方式向具有风险识别和承受能力的特定对象募集；资本募集人须向投资者充分揭示投资风险，不得承诺固定回报；股权投资企业的投资领域限于非公开交易的企业股权。在对股权投资企业实行备案管理的同时，注重发挥行业自律的作用，备案管理部门的监管重点是防范其以不规范方式和向不合格投资者募资，导致乱集资的社会风险，避免其从事股票炒作等公开交易股权投资和非法借贷活动。按照“抓大放小”的原则，资本规模在 5 亿元以上的股权投资企业要求其强制备案。

对私募股权基金的监管，应该在保护投资者利益、控制系统性风险和鼓励金融创新、支持行业发展的目标之间进行平衡，既要控制风险，又要防止由于过度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

监管而抑制行业的发展。首先是要保证基金的资金募集活动限定在私募范围内，基金投资者数量不能突破公募的红线；其次是限定基金投资人的资格条件，要求投资者具备一定的资产规模和最低的出资门槛，将风险承受能力低的普通投资者派排除在私募股权投资范围之外；最后是适当放开对基金管理人投资活动的限制，鼓励金融创新，支持行业监健康发展；最后是发展行业自律，发挥行业自我监管的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

你们无法阻挡我的魅力
——私募创造的价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当大多数的企业都还对私募股权基金进行观望时，我国一些优秀的企业便早已开始主动，抑或被动地成为私募巨头猎取的目标。其实，私募为企业所带来的贡献不仅仅是资金，私募股权基金介入企业之后，其行为具有投资风向标的作用，因而企业更容易得到社会的认可。当企业参与到资本市场的竞争时，若是能够受到私募的青睐，便可以让其从激烈的竞争中脱颖而出。不仅如此，私募股权基金还可以给企业带来很多专业的资源。

1. 给企业带来的不仅仅是钱

私募股权基金，这些手握巨资的大佬们，他们给被投资企业带来的不仅仅是资金，还有很多企业需要的但自身又不具备的资源。他们与企业的合作关系不仅仅是以资金为纽带的一系列契约关系，还是企业资源层面的合作，企业控制权的合作。概括来说，除了资金以外，私募股权基金给企业带来的影响主要包括以下几个方面：

独具慧眼发现企业的潜在价值

一家高成长的中小企业，究竟是“未来之星”还是“烧钱机器”，在企业的早期发展阶段是很难判断的。私募股权基金的专业投资团队利用自己的知识、经验和感觉，能够独具慧眼地发现那些具备“未来之星”发展潜力的企业。事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，有很多具备“未来之星”发展潜力的高成长中小企业，因为不能及时获得外部融资而丧失发展机会。可以说，如果没有私募股权基金的支持，今天很多著名的高科技企业就不会出现，如思科、百度、阿里巴巴等。

为企业提供增值服务，帮助企业快速成长

私募股权基金管理团队拥有丰富的管理经验、行业专长和市场网络资源。他们以教练和导师的角色参与到企业中，帮助企业制订发展战略和营销计划，为企业发展出谋划策。私募股权基金通常与社会各界有着广泛的联系，利用自己的社会关系网络，能为企业带来许多战略资源并将其整合为企业的优势。通过参与目标企业的管理，改善目标企业的产品结构、团队能力、治理结构、激励机制等，提升企业发展空间，增强企业竞争实力。私募股权基金对企业管理团队的打造是其增值服务的主要内容。有些企业拥有良好的技术和市场条件，但由于缺少优秀的管理团队而经营不善，这样的企业往往会成为私募股权基金的并购目标，基金在向企业投入资金并取得控制权后，选派优秀的经营管理人才进入企业，使企业的业绩大幅度提升。对于一些创业型企业，创业者多为技术出身，对企业管理、市场营销、公司财务等方面都不擅长，也缺乏与团队的沟通技巧，这会严重制约企业的进一步成长。私募股权基金能够利用自己拥有的人际关系资源，帮助企业招募优秀的管理团队成员。红杉资本对思科系统公司管理团队的打造就是一个成功的典型案例。

帮助企业完善公司治理结构

私募股权基金可以帮助企业改善股权结构，同时建立起有利于企业持续增长的法人治理结构。一些家族企业可以在保留相对控制权的情况下，适量吸收私募股权基金等外来资本，逐步淡化家族对企业的控制，为企业未来的持续发展创造条件。一些国有企业通过引入私募股权基金，使企业的持股结构多元化，形成社会资本、国有资本、内部管理层和员工持股的有效制衡机制，既避免企业的无人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负责也避免了大股东谋取私利的问题。私募股权基金所持有的股权具有长期投资性质，在企业出现问题时会尽最大努力帮助企业解决，没有“用脚投票”的退路。即使在企业上市后，私募股权基金还会在相当长的时期内继续持有股票，继续进行内部监督和提供管理支持，以维持股价的稳定。

私募股权基金派人进入被投资公司的董事会，他们既代表股东利益，又是专业的管理和财务专家，具有良好的专业背景和丰富的实践经验，可以帮助建立一个高效的董事会。在涉及企业战略制定、高层管理人才引进等重大发展问题时，私募股权基金派驻的董事可以发挥其经营管理专长，提高董事会决策的科学性。在涉及企业各个利益相关者的利益冲突问题时，如企业的再融资、公开上市、员工持股与激励制度等，私募股权基金的董事成员可以起到有效的监督作用，避免内部人对投资人利益的损害。

协助企业公开上市

私募股权基金的进入，不但使企业扩大了资产规模，增加了企业的销售收入和利润，而且优化了企业的股权结构和公司治理结构，这都有利于缩小被投资企业与上市标准之间的差距。而且私募股权基金的管理团队往往具有丰富的资本运作经验，熟悉上市工作流程和规律，可以协助企业办理上市工作的相关事宜，加快企业的上市进程。

作为有实力的机构投资者，私募股权基金拥有一套评判公司市场环境、技术实力、经营战略、财务状况、管理团队的科学指标和评价流程，能够对企业投资价值做出合理的评判。因此，在公开市场中，私募股权基金的参与对公众投资者可以起到价值鉴证的作用。2008年9月27日，在金融危机愈演愈烈的背景下，巴菲特斥资18亿港元认购比亚迪2.25亿股份，占比亚迪已发行股份的10%。“股神”巴菲特的投资计划直接导致了比亚迪股价在9月29日一度急升90%。国内市场方面，同样具备汽车用电池概念的两家上市公司也表现不俗，科力远当天开盘11分钟后封死涨停、德赛电池开盘后仅两分钟就冲至涨停。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 危难中的帮扶：挽救财务困难的企业

财务困境：私募的投资机会

由于财务规划的不合理，或者是企业外部经营环境的突然恶化，都可能会导致企业陷入财务困境，企业经营现金流量不足以清偿现有债务，如果没有外部的融资支持，企业就会被迫低价出售部分资产，甚至是走向破产。

陷入财务困境的公司，并非都是由于企业的产品竞争力不强，目标市场萎靡。出现这种情况，有时是由于企业过度追求超常规发展，不顾融资的财务风险，通过高额贷款举债发展，企业快速扩张。为了扩大销售，大幅度增加产成品和原材料存货，增加应收款项，加大设备投资，一旦后续的融资跟不上，企业就可能会出现资金链的断裂，陷入财务困境。这种财务困境有时也被称为赢利型财务困境。

当企业出现赢利型财务困境时，就是私募股权基金大展身手的时机了。正所谓“救急不救穷”，对于这类企业，私募股权基金只要向其注入资金，帮助企业度过当前的财务困境，就能够使其走上持续发展的良性轨道。本次金融危机发生后，很多企业陷入出现财务困难，其中不乏技术实力强、市场占有率高、具有较高竞争实力的企业。金融危机给私募股权基金带来困难的同时，也带来了投资困难企业的机会。

案例：贝恩资本对国美电器的投资

2009年6月22日，国美电器发布公告，称国美已经和国际私募股权基金贝恩资本旗下的Bain Capital Glory Limited签订投资合作协议，该基金以 18.04亿港元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认购国美新发行的七年期可换股债券。初始转换价为每股1.18港元，较停牌前的最后收市价每股1.12港元溢价5.4%。另外，国美同时向符合资格的现有股东提出公开发售，以每100股现有股份获发18股新股，认购价为每股0.672港元。贝恩资本通过另一家关联企业Bain Capital Glory II Limited作为此次公开发售的独家包销商。融资方案为国美带来不少于32.36亿港元的资金。按照这个方案，贝恩资本将最终持有国美扩大的已发行股本的9.8%至23.5%（假设新可换股债券全部换股后，全面摊薄的基础上）。

2008年11月17日，因涉嫌内幕交易、贿赂等罪行，时任国美董事会主席的黄光裕突然被警方带走。这一事件导致所有的银行在第一时间压缩国美的贷款额度，而国美的多数供应商则担心他们的货款没有保障，竞相前往国美要债。此外，2007年5月，国美发行过46亿元可转债，这笔债券虽然在2014年到期，但按照约定持有人可在2010年5月前要求国美赎回。在当时的情况下，债券持有人随时都有可能要求国美提前赎回债券。可转债可能被要求提前赎回，供应商门口要债，银行大幅度缩减授信额度，黄光裕入狱事件对国美电器商业信用的不利影响在持续深化，一系列事件使国美深陷财务危机之中。

尽管贝恩资本在危机中对国美电器出手相助，帮助其度过难关，但这一投资并没有得到国美电器大股东黄光裕的认可。大股东对该项投资的质疑主要有三个方面：第一，贝恩资本的进入是否涉嫌公司股权的贱卖，是否存在趁火打劫的嫌疑；第二，贝恩资本进入后是否会与时任公司董事会主席的陈晓联手，获取公司的控制权，导致国美电器从此不再姓“黄”；第三，贝恩资本作为财务投资者，过多地分享了企业的控制权，可能会不适当地干预企业的经营管理。贝恩入股国美的附加条款中规定，贝恩有权指定3名非执行董事及一位独立董事进入国美董事会，如果贝恩指定的董事被国美方面解聘，需要按出资额的150%承担赔偿责任。

利益漩涡中的贝恩资本

在贝恩资本的支持下，国美电器于2009年推出高管奖励计划，而这一计划是黄光裕一贯反对的，这也让黄光裕对陈晓的“忠诚”产生了疑虑，也对陈晓和贝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恩资本的联手感到难以容忍。2010年5月，黄光裕方面在国美年度股东大会上突然提出免去贝恩3名非执行董事的提议，随后就遭到国美董事会主席陈晓的断然否决。至此，国美电器大股东与以陈晓为代表的高管之间的矛盾公开化，而贝恩资本则被置于了矛盾漩涡的中心。

在国美电器的这场控制权争夺中，贝恩资本的立场也在随着事态的变化而发生微妙改变。在2010年9月28日那场旨在罢免陈晓的特别董事会上，贝恩资本明确表示支持以陈晓为首的国美电器管理层，并提出要债转股，用投票权在国美特别股东大会中支持陈晓。而在大股东黄光裕妻子杜鹃出狱回家后，由于担心黄光裕方面剥离非上市门店使利益受损，贝恩资本的立场在逐渐向黄光裕方面靠拢，最终导致陈晓从国美离职，前大中电器创始人张大中接任国美电器董事会主席。

无论贝恩资本在这场权力争夺战中的立场如何变化，私募股权基金追求利润的本质始终没有变。贝恩资本的进入，对国美电器走出当时的那场危机起到了关键性的作用。无论是贝恩资本将采取何种方式退出，他们退出的收益如何，从国美电器的角度来看，都应该感谢贝恩资本在其面临财务困境时的这场合作。

3. 听我的没错：私募重整企业的策略

私募如何整合企业

如果私募股权基金向高成长的中小企业进行投资，在投资后一般不需要对企业进行重组整合，除非是企业在其发展过程中遇到困难。对于一般的并购基金，在收购一家成熟期企业后，需要对企业的战略、财务、管理制度、产品结构等方面进行整合重组，以增加企业的现金流和赢利能力。私募股权基金对被投资企业的整合主要包括以下几个方面：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）战略整合

战略是实现长期目标的方法。成功的战略是以现实条件下外部环境和内部条件的有效匹配为基础的，企业并购的过程改变了这种匹配状况，因此战略整合就成为一种必然。一家企业之所以会成为私募股权基金的并购目标，是因为企业在资源的整合和利用方面出现了问题，以其现有的资源禀赋可以实现更高的经营目标。因此，在私募股权基金进入企业并取得控制权后，必然要对企业的发展方向和经营策略进行重整，使企业现有的资源可以实现更好的优化，提高企业的竞争力。

（2）资产重组

简单地说，资产重组就是把企业中一些不重要的资产分离出去。资产重组的方式主要有以下四种：剥离、分立、股权出售。资产剥离就是把企业的一个部门出售给另外一家公司，在收购成功后，私募股权基金通常会出售企业中那些赢利能力不强，或者是与企业主营业务关联度不高的资产。对于私募股权基金来说，剥离资产的另一个重要原因是需要出售一些资产获取资金以归还杠杆收购中所欠的债务。分离也是资产重组的一个重要形式，它是把某些部门从母公司中分离出去，成立一家新的公司。通过部门的分立，可以使企业能够集中精力经营剩余业务，提高经营效率。在分立完成后，母公司还可以再通过股权出售的方式，将其在子公司中的股份出售出去，以获取现金流来用于清偿债务。私募股权基金的资产重组，其正面效应是提高经营管理效率，优化企业资产结构，但有时也会产生反面效应，如员工失业、企业动荡等。

（3）人事重组

在私募股权基金并购一家企业后，就会取得董事会的控制权，有时也会对企业的管理层进行变更。私募股权基金对并购企业的人事重组主要包括以下几个方面：

第一是变更董事会，私募股权基金成为企业的控股股东后，必然要谋求在董事会中获得一定的席位，通过董事会席位的重新分配，私募股权基金实现对企业重大决策的监督权、参与权和决定权。

第二是变更高层管理人员，如果私募股权基金认为公司现有的高层管理人员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不能够胜任现有职位，或者是不能很好地执行今后的企业战略，就会考虑招募新的高层管理人员。通常，如果现有的高层管理人员对企业有较强的控制能力，变更高管的行为会导致企业的内讧，最终两败俱伤。

第三是企业薪酬激励制度的变更。企业经营不善的一个重要原因可能是企业的激励机制不健全，私募股权基金在进入企业后，需要帮助企业建立一套科学的业绩评价与奖励制度，使每一个员工都能够找到自己前进的目标，激发他们的工作热情。

秃鹫投资之王：能够增加企业价值吗?

在私募股权基金领域，有一类基金专注于那些处于破产边缘的企业，有人称之为“秃鹫”投资者。他们将那些奄奄一息的企业收入囊中，对企业进行大刀阔斧的重组，使企业重新焕发生机，再择机将企业卖掉。

威尔伯·罗斯，管理着超过40亿美元的私募股权基金WL Ross & Co，是“秃鹫”投资者的典型代表，有人称之为“秃鹫投资之王”。

真正使罗斯成就其行业威名的是他在钢铁领域的豪赌：20世纪90年代末，受来自俄罗斯、韩国和巴西等国廉价进口钢材的冲击，有30多家美国钢铁厂宣布破产，接近行业总数的一半。就在小布什政府2002年3月宣布对进口钢铁征收30%关税的前一周，嗅觉异常敏锐的他以3.25亿美元代价收购濒临破产的美国第四大钢铁厂LTV。此后，罗斯在钢铁领域四处出击，在2003年斥资15亿美元将申请破产保护的百年钢铁巨头伯利恒纳入囊中。整合上述钢铁投资的国际钢铁集团（ISG）于2003年年底上市，获得超额认购。

罗斯对并购企业的整合功夫也堪称神奇。当他在2002年竞购LTV时，后者陷入破产已经一年并已基本停产，情况非常糟糕，其他钢铁厂无意竞购。由于LTV已经进入清算阶段，罗斯不必承担高昂的养老金及医疗保险费用。尽管如此，他仍通过雇用下岗钢铁工人和削减高层管理人员而赢得了工会的全力支持。收购后差不多一年里，新成立的ISG与工会没有签过一份正式合同，有时仅仅是握手解决。在非正式协议中，工会在福利和工作条件等方面做了很多让步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了能够让仅有3000名员工（原来员工总数的三分之一）的LTV达到650万吨的产能，罗斯从业界的标杆企业精挑细选了一个管理团队。最终，ISG将每吨钢材的人力耗费从每人2.5小时降低到了一小时，相当于为每吨售价300美元的钢材节省了45美元，工人们的基本工资则平均上涨了20%。

罗斯在收购伯利恒钢铁公司后，将员工总数从12000名削减到8000名，并且仿照ISG的模式来制定劳动合同。在罗斯打理下，ISG关闭了效率低下的工厂，把非核心业务外包，将工种由32个缩为5个，成为美国钢铁工业中最具效率的综合钢铁集团：它生产的热轧钢成本为250美元/吨，是LTV和伯利恒以前成本的一半。

也有人提出批评说，罗斯的成功是以工人的大量失业和工作福利的减少为代价的，在他接管LTV后，工人的医疗福利被砍掉了，而养老金负担转交给政府也使其每年成本削减近20亿美元。但无论如何，是罗斯和他的私募股权基金使LTV和伯利恒钢铁公司避免了破产的厄运，如果公司破产，工人的境遇也不一定比现在会更好。

4. 珠联璧合：私募股权基金在战略收购中的作用

财务投资者与战略投资者的合作

在私募股权投资领域，财务投资者和战略投资者是两个拥有显著差别的资本阵营。财务投资者追求财务收益，不追求对企业的实质性控制，拥有资金优势，擅长资本运作，并购操作经验丰富；战略投资者追求投融资双方的战略协同，并购目标明确，往往要求对企业的实质性控制。在企业投资和并购活动中，财务投资者和战略投资者在投资目标、资源优势、投资后的管理等方面具有很强的互补

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性，因此，作为财务投资者的私募股权基金，在一些战略收购中也可以发挥重要的作用，帮助战略投资者顺利完成并购和并购后的整合。而这种合作关系也可为私募股权基金提供有效的退出渠道。因此，两者的合作可谓是珠联璧合，中联重科联手私募股权基金收购意大利CIFA就是一个典型的案例。

案例：中联重科联手私募股权基金对CIFA的收购

长沙中联重工科技发展股份有限公司（中联重科）2008年6月24日晚发布公告称，公司将与弘毅投资、曼达林基金和高盛集团有限公司共同出资2.71亿欧元，收购世界三大混凝土机械制造商之一的意大利Compagnia Italiana Forme Acciaio S.P.A.（CIFA）100%股权。根据交易各方签订的《买卖协议》，CIFA全部股权作价3.755亿欧元,除投资方合计支付的2.515亿欧元股权转让价款外，还包括1.24亿欧元的长期负债。

交易前，中联重科在香港设立了一家全资控股子公司——Zoomlion H.K. Holding Co. Ltd（中联香港），并由中联香港在中国香港设立一家中国香港特殊目的公司A，然后再由该中国香港特殊目的公司A 与弘毅投资、曼达林基金以及高盛组成的共同投资方在香港共同成立一家中国香港特殊目的公司B。在中国香港特殊目的公司B中，中国香港特殊目的公司A 持股60%，曼达林基金持股9.04%，弘毅持股18.04%，高盛持股12.92%。交易完成后，中国香港特殊目的公司B 最终持有CIFA100%股权。交易完成三年之后，中联重科可随时行使以现金或中联重科股票，购买各共同投资方在香港特殊目的公司B中全部股份的期权，除非共同投资方的退出价值低于共同投资方的初始投资。

总部设于意大利米兰附近塞纳哥的CIFA公司，最早可以追溯到1928年，成立之初主要从事用于钢筋混凝土的钢制模具等产品的制造和销售，20世纪50年代CIFA将其业务拓展到混凝土搅拌车、混凝土泵车、搅拌机及混凝土运输设备，是一家历史悠久的意大利工程机械制造商。2006年世界混凝土泵送机械市场中，Putzmeister公司拥有21.5%的份额，Schwing公司占19.0%的市场份额，CIFA占8.9%的市场份额，在欧美生产厂商中列第三。2006年7月Magenta联合其他投资者收购了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CIFA72.5%的股份，成为CIFA的最大股东。此后CIFA经历了一系列并购整合，优化了生产流程和生产控制标准，重组了采购流程，增加了研发和产品设计方面的投入，拓展了产品线。2007年10月，因为Magenta需要现金偿还部分债务，所以决定出售CIFA的股权。2008年1月，中联重科收到卖方发出的邀请投标程序函。

在本次收购中，中联中科联合了弘毅、曼达林基金和高盛作为联合投资伙伴，有效地弥补了中联重科在资本运作方面的不足。弘毅作为本土的强势私募股权基金，资金实力雄厚，并购经验丰富。在接受了中联重科的合作邀请后，弘毅又邀请来具有全球投资管理经验的高盛以及意大利曼达林基金，作为共同投资方加入本次交易中。曼达林基金是目前规模最大的中意合作私募股权基金，成立于2007年，基金发起人和主要投资人包括中国两家重要的政策银行，国家开发银行和国家进出口银行，以及意大利第二大银行和欧洲一家大银行。该基金的设立宗旨是促进中国公司的全球化进程以及中国公司在欧洲获取经销渠道、全球品牌以及专业技术的提升，以及促进欧洲公司在中国的投资和发展。而高盛公司是众所周知的世界领先的投资银行、证券和投资管理公司。

根据各方的《共同投资协议》，所有投资人持有的CIFA股权在3年内不得转让，锁定期满，共同投资人不得将股权转让给中联重科的竞争者。锁定期满后，根据共同投资人选择支付现金或股票，中联重科可以随时购买其在CIFA的股权，共同投资人也可以要求中联重科在保证投资成本的前提下收购其全部股权。

私募作用解密

在这一并购交易中，私募股权基金的作用主要体现在以下几个方面：

第一，作为一种金融资本，私募股权基金的参与实际上是为中联重科提供了资金支持，也相应地分担了投资风险。3家机构共投资1.084亿欧元，占投资总额的40%。

第二，私募股权基金利用其在资本运作和国际并购方面的资源优势和经验，帮助中联重科设计了精巧的交易结构。该项交易的结构之复杂，设计之巧妙，堪称中国企业国际战略并购的经典之作。在这项交易中，弘毅、高盛和曼达林基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际也承担了财务顾问的角色。

第三，战略并购多追求的是多方共赢和长远发展，私募股权基金参与战略投资者的并购交易，可以将这种多方共赢提高到一个新的水平。

5. 资本市场的“奇异”之花

如今，杠杆收购虽然还没有完全被企业认识与接受，但是杠杆收购成功的案例并不在少数。其实，杠杆收购是指一个公司进行结构调整与资产重组时，运用财务杠杆、主要由借款筹集资金进行收购的一种资本运作方式。当企业进行结构调整、优化资源配置时，由于我国上市企业的比例还相当少，大多数的企业很难通过股票市场实现并购的目标。加之在进行并购的过程中，企业需要大量的资金作为支撑，因而，私募股权市场的杠杠并购就是一种可行的选择了。在杠杠并购中，私募股权基金不但很好地解决企业并购的融资问题，而且通过企业重整提升企业的价值和竞争力。

杠杆收购，一两拨千“金”

提到杠杆收购，就不能不提到美国雷诺兹-纳贝斯克收购案。

20世纪80年代，发生于美国雷诺兹-纳贝斯克公司与KKR之间的收购，在这起收购案，最终以250亿美元的交易价格成交，在当时在全世界都引起了震惊，并成为当时最大规模的杠杆收购，就连如今的各类杠杆收购都无法比拟。

在美国，雷诺兹·纳贝斯克公司是由老牌的食品生产商Standard Brands公司与Nabisco公司以及美国两大烟草商之一的RJR公司合并而成，因而其被称为美国最大的食品与烟草生产商。该企业在当时一直都处于飞速发展，利润不断增加的境况之中。尤其是在其高层管理者约翰逊在任时期，该企业的利润增长率达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了50%，并且有着非常好的销售业绩。然而，随着之后出现的股票市场的崩盘，公司的股票价格也从原来的70美元直线下跌，最终竟然跌至40美元的价格。虽然公司试图将烟草与食品业务放在一起经营，但是这种分散化的经营方式却没有起到任何效用。

面对着此种境况，1988年，以约翰逊为首的管理层向董事会提出了管理层收购股权的建议，而他们所出的收购价格为每股75美元，总计需要170亿美元。管理层的出价远远高于当时企业的股票市值，但是这样的出价并没有让股东们满意。

在管理层收购被拒绝之后不久，有着“收购之王”称号的KKR公司加入到了此次收购之中。虽然其中希尔森选择与所罗门公司合作进行筹措资金，但是他们不管是在智谋，还是在融资方面，都无法与强大的KKR对峙。当时的KKR由德雷克塞尔与美林负责顾问的工作。加之约翰逊等管理层实现的金降伞计划被曝光，他们的这一行为激怒了公司的股东与员工，因而，使得约翰逊等管理层在这次收购中，以失败而告终。通过了六个星期的谈判，最终KKR以每股109美元，总额250亿美元的价格获胜。

内幕解密分析

事实上，在这场收购过程中，KKR公司只付出了很少的代价。因为KKR公司发行了大量的垃圾债券进行融资，并且他们用未来用出售被收购公司资产的方法来偿还债务，因而使得KKR表面付出了250亿美元的收购资金，但是实际上，KKR在这次收购中，所动用到的资金还不足20亿美元。

这场杠杆式的收购，在大多数的专业人士看来，纯属在一种比较合法的基础之上设下的一场骗局。无论是KKR公司的管理者还是在这场交易过程中出现的华尔街相关人士，他们所表现出来的贪婪与狡猾都令人震惊。被收购之后的纳贝斯克，则从此一蹶不振，甚至当他们用其经营现金流清偿垃圾债券时，他们的竞争对手却把经营利润用于其他方面的投资。至于KKR公司所必须面对的问题，却是那些非常少的资金回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实，投资者在运用杠杆收购时，主要是通过目标公司的大量举债收购其控制权的方式进行的。在过去，这种私募股权基金并购的特殊方法，主要运用于收购效益低下的企业联合体与陷入困境之中的中小型企业，而现如今，私募股权基金却越来越多的被大型企业所接受，并加以运用。尤其是最近几年来，杠杆收购在全球并购案中，占到了25%的份额。

由于杠杆收购不仅推进了企业并购的发展，而且其在企业机制、财务结构、法律形式及金融活动等方面都产生了非常深远的影响。尽管这种收购方式属于一种制度的创新，但是它却带来了价值创造的过程，使得企业的资产重组与资源的配置得到优化。因而，引用杠杆收购的方法，无疑成为企业进行改革的又一出路。不过，在企业运用此种方式进行收购时，一定要注意其中暗藏的潜规则。只有掌握了杠杆收购的规则，才能不让企业付出惨重的代价。

不可不知的杠杆收购潜规则

近些年来，私募股权基金所募集的资金数额在不断的发展。对于每一项私募股权基金而言，从建仓到清仓这段期间，都会使用杠杆收购对十多家的企业控制权进行控制，并在这种运作方式下，被收购企业的命运就注定了不成功，便成仁的结局。在这种情况下，只有通过提升赢利，让企业的价值不断上升，到若干年后，时机成熟之时再将其出售，进而获得巨大的增值收益。

然而，在私募股权基金投资的过程中，对目标企业的选择，完全取决于并购企业的并购目的与能力。但凡那些有着良好的组织管理能力，长期负债少，有着比较高的市场占有率、流动资金又比较充裕的企业，其企业的实际价值往往会超过账面价值。因而，使得目标企业的有形资产成为贷款的抵押物，以及企业无形资产是否会被外界低估等，都是运用杠杆收购时需要考虑的问题。若想进行成功的收购，必须注意以下几点：

第一，在运用杠杆收购时，其资金的运作背景必须是在一个比较发达的资本市场下进行。

第二，在选择并购企业时，必须要有着良好的资本运作能力以及良好的经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理水平，只有这样，才能更加顺利地获得与适时偿还并购时所需要的高额债务。而且，选择那些有着良好的资本运作能力的企业，更有利于并购后的整合。

第三，在进行杠杆收购时，必须要注意被收购企业的产品，必须要有稳定的市场占有率。

第四，应用杠杆式收购，一旦收购方的收购时机与收购策略运用不当，便会因为资金成本过高、负债比例过大等原因，造成了收购的失败。因而，在进行收购之前，必须确保并购后的现金流量稳定。

6. 清除缠绕的藤蔓：私募可以优化企业结构

帮助企业清除障碍

在企业中，总会有一些不利的因素制约着企业的进一步发展，私募股权基金作为一种外来力量，有利于清除阻碍企业发展的利益纠葛，帮助企业优化股权机构、资产结构、人员结构等，建立更加顺畅的利益关系。例如，一些家族企业，股权都由家族控制，家族成员把持着企业内的各个重要管理岗位，外部的职业经理人难以融入企业中来。在这样的环境下，企业难以从外部获得优秀的人力资源，也难以形成企业发展的新生力量，对企业的长远发展非常不利。

再如，在企业发展到一定程度，公开上市是必然选择。通过公开上市，企业不但获得发展所需的资金，而且开辟了新的融资途径，更为重要的是，通过公开上市，法人治理结构得以完善，来自于公众环境的监督可以保持企业的长久健康发展。但是，有些企业由于历史的原因，在股权结构和资产结构等方面不能满足上市的要求，从而会阻碍企业的发展。弘毅对中国玻璃的投资就是一个典型案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例：弘毅投资帮助苏玻集团实现上市

2005年6月23日，中国玻璃在中国香港主板上市，成为2005年内地仅有的两家红筹公司之一。中国玻璃，即弘毅收购国有企业苏玻集团后成立的一家红筹公司。

苏玻集团原是一家国有企业，2000年，对所欠华融及信达的两笔债务分别实施债转股，向华融及信达分别配发了苏玻集团33.13%及3.52%的股权，而宿迁市国有资产经营有限公司（“宿迁国资”）则保留了余下63.35%股权。2001年12月23日，苏玻集团联合华融、信达、浙大及七名自然人（包括周诚、李平等苏玻集团管理层）以发起形式注册成立江苏苏华达信材料股份有限公司（“苏华达”）。苏玻集团将玻璃制造等核心业务从苏玻集团剥离而注入苏华达以作为其注册资本出资额，从而成为拥有苏华达51.12%的控股股东。除华融和信达因债转股而获配37.96%及4.04%的苏华达股权外，浙大及七名自然人以现金入股而获得相应股权。2003年10月，为了便于吸引外部资金，宿迁国资剥离了非苏玻集团的资产，使宿迁国资成为一家纯粹针对苏玻集团的控股公司。

为避开与华融、信达两家资产管理公司的利益纠葛，弘毅投资设计了精巧路径：先收购苏华达的最终控制人宿迁国资，以达到掌控苏华达的目的。

2003年12月31日，注册于英属维尔京群岛的Easylead Management Limited（EML）和注册于中国香港的南明有限公司（南明）与宿迁市人民政府订立一份协议，宿迁市政府以650万元人民币的价格，将宿迁国资60%、40%的股权分别委托给南明和EML。南明和EML均是联想背景的企业。根据协议条款，委托协议自2003年12月31日起生效，直至宿迁市人民政府将宿迁国资的全部股权转让给予EML及南明为止。通过此次股权委托协议，EML及南明分别有权行使宿迁国资全部股权。完成该项买卖的全部所需程序规定完成后，宿迁国资的股权于2004年12月13日分别正式转让给EML和南明。此后，宿迁国资转制为一家外商独资企业，并更名为宿迁苏玻发展有限公司。

EML和南明托管宿迁国资100%权益后，便开始了一系列的资产重组操作。

2004年8月20日，苏玻集团、苏华达及华兴订立一份股权收购协议。根据协议，苏华达以人民币4980万元的代价收购苏玻集团所持华兴的20%权益，华兴成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为苏华达百分百控股的公司。

宿迁国资分别与华融、信达于2004年10月和2004年12月签订股权转让协议，以人民币2600万元收购华融、信达持有苏玻集团的33.13%和3.52%权益。几乎同时，宿迁国资以6212.3万元的价格收购华融、信达及浙大持有的苏华达37.96%、4.04%及2%权益。

至此，弘毅投资通过重组，逐步将其他股东清理出局，从宿迁国资到苏玻集团，再到苏华达、华兴的资产已经全部处于弘毅投资掌握之中。

在完成国内的股权整合后，弘毅投资便开始了针对苏玻集团的海外重组。

2004年9月8日，Success Castle于BVI注册成立，属于民间控股公司。First Fortune于2004年10月11日获配一股面值1美元的股份。

2004年12月13日按面值发行新股份，First Fortune全部已发行股本所有人弘毅投资分别由EML及南明拥有60%及40%。

2004年12月15日，Success Castle股本中每股面值1美元的股份拆分为每股面值1美分的股份。Success Castle按面值分别向First Fortune、Swift Glory及Ample Best配发及发行8241股、1171股及488股每股面值1美分的股份。配发及发行股份后，Success Castle当时分别由First Fortune、Swift Glory及Ample Best拥有83.41%、11.71%及4.88%。

2004年12月17日，Success Castle分别与宿迁国资及苏玻集团各自订立协议，以人民币6284.5万元及人民币6572.5万元收购宿迁国资及苏玻集团所持苏华达的48.88%及51.12%权益。据此，Success Castle拥有苏华达全部股权。

2005年2月28日，Success Castle向周诚、蔡苓及陈奭收购华达（中国香港）全部已发行股本，总代价为港币8万元。

2004年10月27日在百慕大注册成立未来中国香港上市主体中国玻璃，为First Fortune的全资子公司。2005年5月22日，中国玻璃收购了First Fortune、Swift Glory及Ample Best各自持有的Success Castle权益，分别置换为中国玻璃的83.41%、11.71%及4.88%股权。重组完成后，中国玻璃拥有Success Castle全部已发行股本的权益，亦透过Success Castle拥有苏华达全部股权。

至此，苏玻集团核心资产上市的前期准备工作基本完成，后面的工作就是完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成在中国香港市场的上市。

私募股权基金的作用

在苏玻集团改制和上市的过程中，弘毅投资所提供的资金并不是主要的。弘毅投资作为国企重组的“增值服务商”，即通过国企改制、管理提升、资本充裕、国际合作，提升国有企业的价值。在国企投资案例中，弘毅投资提供的增值服务主要包括：第一，让核心经理层持股，使管理团队能够参与到企业的改制和战略重组中，实现企业与投资人的通力合作；第二，改变原有管理体制，建立新的决策、激励机制；第三，帮助企业融资，改变债务结构，把短债改为长债、把高息债改为低息债，或上市融资；第四，帮助企业走向国际市场，开拓国际视野。弘毅所领导的国企改制，对于国企来说是一场彻底的制度革命，不仅优化了企业的财务结构，提高了管理效率，也扩大了企业市场范围，提高了企业利润。

7. 我可是无所不能的：对行业进行整合投资

私募在行业整合中的作用

一个行业的健康发展离不开行业整合，行业整合的实施条件首先是充足的资金支持，其次是进行整合所需要的企业管理经验。一旦缺乏资金，行业整合则不能持续进行，只能原地停滞。企业的管理经营能力也是需要通过结合自身的实际情况不断学习，并进行消化吸收获得的。私募股权基金对行业整合的促进作用主要体现在以上两个方面。

（1）私募股权基金为行业整合提供资金支持

从理论上讲，当一个行业不断扩张发展到一定阶段时，必须要寻找金融资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的支持。行业发展需要通过资本市场获得行业整合所需的资金，并通过资本运营进行兼并收购，取得行业整合的控制权，推动实施行业整合的战略，从而实现行业整合的目的。因此，行业的发展离不开充足的资本支持，资金的充足与否直接关系到行业整合可否持续的关键问题。对于以行业整合为战略目标的企业来说，资本市场是其扩充资本金、进行行业整合的有效工具。私募股权基金为我国行业整合提供源源不断的资金，通过直接或间接地参与到行业整合中，推动企业间的兼并收购。

（2）私募股权基金为行业整合提供管理经验

中国经济正在迅速发展，但是作为经济转轨型国家，许多企业在内部管理、长期稳定经营和持续增长等方面缺乏经验。同时，私募股权基金以股权资本的形式介入，改善了中国企业的治理结构，诸多有发展潜力的企业通过并购重组进行主营业务调整，实现企业的战略转移，加快了企业的发展，同时也通过并购重组实现行业整合，达到产业结构优化的目的。

弘毅投资参与医药行业的整合

弘毅作为一家优秀的中国私募股权投资机构，已经成为掀起医药界整合大潮的先遣者。

当前，我国医药行业正在处于行业整合的大潮之中，主要原因为：

第一，中国医药企业的集中度与国际主流市场相比较，差距还很大，领军企业的核心竞争力不强，通过行业整合，行业内的优势资源向领军企业聚集，有利于培育行业的核心竞争力。

第二，政府主导的国有医药企业整合拉开了大幕，如国药集团与中生集团的强强联手、上实集团的医药资产与上药集团的整合，国有医药资产并购事件，将产生一定的示范效应，对其他企业的整合产生一定程度的推动。

第三，新医改的不断推进，基本药物目录制度等政策的逐步实施，强者更强的马太效应发挥作用，而行业的整合有利于龙头企业加快发展。

第四，随着中国市场在跨国医药企业中占有越来越重要的地位，一部分跨国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业，尤其是像辉瑞这种以收购作为常规武器的医药巨头，一定会在中国医药行业开展大规模的收购兼并。

根据IMS的报告，在国内医药行业中，排名前二十位的医药企业绝大多数为跨国药企，只有为数不多的国内药企名列其中。在医药行业，研发一个新药需要投入十亿美元左右的费用，需要十年左右的研发时间，尽管中国的研发成本相对比较便宜，但是由于研发资源的不集中，单个医药企业所能获得的人力、财务资源比较有限，这使得大部分国内医药企业难以承担高额的研发费用，进而采取仿制的策略，其直接后果就是国内药品的同质化竞争越来越严重，而高利润和高附加值的药品却大部分掌握在跨国药企手里。

中国医药企业并购整合将会使得优势资源更趋集中，更多企业将在新药研发、质量管控方面加大投入，这样我国的医药工业才能摆脱低层次的竞争，才能塑造出属于中国的国际医药巨头。

联想及旗下的弘毅投资，在医药行业的投资和整合令人瞩目。

弘毅在2005年投资先声药业可谓是“先声夺人”，在医药行业一战成名。2007年4月20日，先声药业以14.5美元的价格发行上市，公司估值达到6.75亿美元。基于此，弘毅投资一年的投资回报率接近（6.75亿/8516万）8倍。2005年9月29日，弘毅投资投资2.1亿元，获得先声药业31%的股权。弘毅投资拟与先声药业联手打造中国医药界的“航空母舰”。2005年10月12日，先声药业的管理团队成立State Good Group（BVI）公司。作为系列重组的需要，于2006年3月将先声国内所有权益置换到SGG。2006年3月28日，SGG向海外投资者发行普通股，占发行后总股本的31%，共募集资金2640万美元。获得充足“炮弹”的先声药业，于2006年5月斥资2亿元收购山东先声麦得津生物制药有限公司80%的股份，从此将抗肿瘤的国家一类新药——“恩度”收归所有，并推向市场。恩度的引进，给先声药业带来了一个真正拥有自主知识产权的药物，先声由此开始进军抗肿瘤药的市场，同时，也填补了先声药物在生物制剂领域的空白。

弘毅在医药领域的重拳出击是控股石药集团。

尽管石药集团是国内规模比较大一家医药企业，但其两大类产品——维生素和抗生素都是比较老的产品，受政策影响价格反复下降，赢利能力与其鼎盛时期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已不可比拟。除了政策影响，使石药集团面临较大压力的还有能源原料涨价、GMP改造还贷、药品质量标准提高、环境污染治理力度加大等。正是在这样的背景下，石家庄市政府有意对石药集团进行重组。而对于联想和弘毅来说，石药品牌是全国大品牌，其销售网络既覆盖医院网络又覆盖商业网络，其行业地位属于医药界第一集团军，销售团队在同类国有企业中算是非常强大的，这些都是联想整合医药行业所梦寐以求的宝贵资源。因此，联想弘毅与石药集团具备了联姻的条件。

联想的独特并购之路

通过此次并购，联想集团这家以计算机信息技术为主营业务的IT企业一跃成为医药行业的航母企业。私募股权基金并购医药企业，进而带动企业在产权机制、管理体制和经营能力方面的改革，最终实现整合目标的新模式是弘毅创造的中国医药行业整合发展模式。这种模式不同于国外医药产业发展的并购整合模式，也区别于我国前期医药行业整合的历史经验，是在实践中探索的一条新路。

8. 从技术到商业：创业投资是如何塑造硅谷的

创业投资家能为企业做什么

创业投资，作为一种特殊的私募股权投资活动，主要以高成长的创业性企业为投资对象，在企业发展的早期阶段，为其注入资金并积极协助企业解决其发展过程中出现的各种问题，帮助企业聚集各类资源，完善企业管理制度和发展战略。与一般的并购基金相比，创业投资基金对企业的介入更加深入，为企业提供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增值服务更加全面。

从西方学者的研究来看，创业投资机构对创业企业的增值服务包含了投资后管理的一系列方面，按具体内容可分为三类：

(1)沟通与交流，这个方面主要是创业投资家与被投企业之间的沟通、协助企业与外部包括供应商、销售商、顾客等各方面的沟通和交流服务；这种沟通和交流是教练式的指导或朋友式的交流，有助于帮助创业者发现企业的不足，找到弥补这些不足的办法。

(2)经营监督与管理咨询服务，包括参与董事会、日常管理监督、协助制订企业运营计划与制定重大发展战略决策等。此外，创业投资机构也会为企业提供财务管理方面的咨询服务，利用自己在金融领域的关系网络资源，帮助企业寻找其他的融资渠道，寻找能提供企业后续发展资金的融资对象。

(3)人力资源，包括提升企业CEO商务知识、协助企业招聘人才、高管薪酬制定、高管更替等内容。管理团队的打造，是创业投资机构增值服务的重要内容，也是保证企业长期健康发展的最重要因素。

解密创业投资家的作用

关于创业投资家在创业企业成长过程中的积极作用，Bygrave and Timmons（1992）的实证研究给出了很好的说明。他们对120个创业企业家和对其投资的创业投资家进行了调查，对于每一个创业企业，他们都与企业的CEO和领投的创业投资家进行交谈，让他们对创业投资家的管理参与活动进行描述和评价。他们将120个创业企业分成两组，一组是处于早期发展阶段的创业企业，另一组是处于发展后期的创业企业。他们对以下三个方面的管理参与活动的作用进行了调查：第一是在战略方面，包括董事会建议、管理咨询和财务支持；第二是双方的交流，包括教练指导式的交流和朋友式的平等交流；第三是在企业外部的活动，包括招募新的管理者、专业技术咨询和产业咨询。如表7-1、表7-2所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表7-1 对发展后期创业企业管理参与活动的评价

	重要性		有效性	
	创业企业家	创业投资家	创业企业家	创业投资家
	5分制		10分制	
战略方面				
董事会建议	4.29	4.67	8.15	8.13
管理咨询	3.96	4.42	6.90	7.58
财务支持	3.46	2.96	7.22	6.73
双方的交流				
教练指导式的交流	3.54	4.08	6.95	7.29
朋友式的平等交流	3.25	3.52	6.80	6.50
企业外部的活动				
招募新的管理者	2.42	2.33	3.38	3.06
专业技术咨询	2.42	2.46	4.94	5.32
产业咨询	2.04	1.87	2.61	2.55
总的有效性			7.70	7.22

表7-2 对发展早期创业企业管理参与活动的评价

	重要性		有效性	
	创业企业家	创业投资家	创业企业家	创业投资家
	5 分制		10 分制	
战略方面				
董事会建议	4.25	4.37	8.05	7.67
管理咨询	4.17	4.46	8.14	7.83
财务支持	4.17	4.42	8.05	8.41
双方的交流				
教练指导式的交流	3.63	3.75	6.86	6.79
朋友式的平等交流	3.46	3.33	6.71	6.39
企业外部的活动				
招募新的管理者	3.17	3.75	5.36	6.17
专业技术咨询	3.18	3.33	6.90	6.83
产业咨询	2.58	3.46	5.52	5.33
总的有效性			8.04	7.39

他们的研究结果表明，无论是创业企业家还是创业投资家，都对这种管理参与活动的作用给予了肯定的评价，而且令人惊异的是，创业企业家的评价要稍微高于创业投资家的评价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第八章

惊险的一跳

——私募的目标只有公开上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一种典型的财务投资者，私募股权基金投资一家企业，其根本目的是通过在企业中的退出而获利。在私募股权基金与企业签订投资协议时，他们就已经在考虑退出的问题了。被投资企业在公开市场上市，继而将其持有的股票在公开市场上卖掉，这是私募股权基金最理想的退出渠道，能够为其带来最丰厚的回报。可以毫不夸张地说，私募股权基金的投资目标只有公开上市。

1. 孩子养大要放手：投资的目的是退出

退出的含义

私募股权基金的退出是指在其所投资的企业相对成熟或者无明显发展前景之后，将所投资产由股权形态转化为资金形态，即变现的过程。私募股权基金的退出关系到双方主体：对于私募股权基金的投资者而言，退出与其投资收益的实现密切相关，投资收益的多少、投资回报率的高低都取决于能否顺利的退出以及以何种方式退出；对于被投资企业而言，退出意味着与私募股权基金合作关系以及利益关系的终结。

投资的退出是私募股权基金的价值实现阶段。在项目的退出阶段，私募股权基金追求的目标一般是公开上市。对于相同赢利水平的企业，在私募股权市场的估值水平要远远低于公开市场，通过在公开市场上市，可以实现更高的投资收益。公开发行股票是一家私人企业成为公众公司，进而发展壮大的必然选择，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同一个人的“成人礼”。私募股权基金把自己投资的企业看做自己的孩子，让他们去接受这种“成人礼”是每一个投资经理的梦想，也是其个人成就的体现。当然，还有大量的企业不能实现公开上市，私募股权基金只能通过其他公司并购、股权回购等方式退出。

为什么要退出

私募股权基金需要在一个投资循环完成后，继续进行下一轮的投资，通过滚动投资，使资本迅速增值。私募股权基金从投资项目中成功地退出，对私募股权基金的顺利运作有着极为重要的意义。

（1）退出是实现投资收益的渠道

私募股权基金通过向高成长企业提供资金并帮助其管理，促进企业成长。其投资的目的是获得在特定阶段的价值增值，并不打算自始自终陪伴企业发展。当企业发展到一定阶段后，私募股权基金就要出售自己持有的股权，从而实现投资收益。私募股权基金的投资目的不同于战略投资者，对于战略投资者来说，投资一家企业的目的是为了获取一定的经济资源，如技术、市场、人员等，并通过与原企业资源的整合，提高其产业竞争力。

（2）退出使私募股权基金获得流动性

资本只有在不断的运行过程中才能实现价值的增加。股权投资的运行过程就是私募股权基金通过“投资—退出—投资”的不间断循环，最终实现资本持续增值的过程。退出机制对股权投资的良性循环至关重要。只有具备完善的退出机制，制定完美的退出策略，私募股权基金才能从投资项目中顺利退出，在实现资本增值的同时进行下一个投资计划。如果缺乏健全的退出机制和良好的退出策略，私募股权基金可能会被一些无法退出的项目拖住后腿，不仅不能实现资本增值，还会影响其他项目的投资，甚至融资也变得困难，基金本身也将难以发展壮大。

（3）通过退出控制投资风险

私募股权投资具有高风险、高收益的特征。高收益需要退出来实现，高风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也需要畅通的退出渠道来控制。在投资环节虽然经过严格的流程谨慎操作，但信息不对称性问题不能完全克服，无论项目筛选和风险评估多么严谨，一系列不可控的不利因素变化在其投资后是难以避免的；投资的时间跨度决定投资者不得不面对较大的市场风险、政策风险等，在投资的后期，市场环境或者政府政策可能已经完全改变，当这些变化足以影响到项目的可行性时，私募股权基金就必须立即通过退出终止投资。从某种程度上讲，退出是投资失败纠错的途径，当损失不得不发生的时候，尽可能降低损失程度也是必须的选择。

（4）吸引社会资本加入私募股权基金

私募股权基金的资金一般由职业投资家从社会募集而来。投资者之所以愿意承担高风险并涉足私募股权投资领域，其基本动力就在于追求经济上的高收益，如果成功的项目不能实现顺利退出，投资收益就很难实现，其他失败项目的投资损失也就无法得到补偿，投资者也不会将资金投入，私募股权投资活动将由于难以筹集到社会资本而无法进行。成功的退出可以带来一定的赚钱效应，使新的社会资本看到前期的投资收益而踊跃加入进来。

2. 条条大路通罗马：私募股权基金的退出方式

首次公开上市（IPO）

企业成长到一定程度，达到IPO所要求的条件时，在投资银行的帮助下就可以在证券市场首次公开发行股票。当被投资企业IPO以后，私募股权基金持有的该企业股权就成为可流通的股票，在禁售期后私募股权基金就可以在证券市场上卖出股票套现，实现退出。公开上市方式是私募股权投资退出的最佳渠道，也是最常见的退出方式。通过IPO方式退出的投资，其回报率是最高的。我们所了解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的私募股权投资成功案例，都是通过IPO方式退出的，如阿里巴巴、分众传媒、蒙牛等。这些项目造就了私募股权基金的创富神话，也给私募股权基金蒙上了神秘的面纱。

通过IPO方式退出的优点主要有以下几个方面：第一，将私募股权基金手中的不可流通的股权资产变成可以上市流通的股票，方便私募股权基金变现。第二，减少投资人与企业的利益冲突，因为企业家重视企业的控制权，如果IPO成功，企业的全部控制权就会归还给企业家，这无疑会让企业家产生动力。第三，公开市场对企业的估值水平较高，上市后的转让价格较高，可以使私募股权基金获得丰厚的回报。第四，IPO市场的高额投资收益也会产生一种赚钱效应，吸引更多的投资者向私募股权基金投资，有利于私募基金打造品牌。

虽然IPO是首选的退出方式，但也不是只有优点没有缺点：第一，IPO受整个资本市场行情的影响，当市场低迷时，公开上市将比较困难。第二，退出过程比较复杂，涉及法律、会计、中介等问题，退出成本比较高，运作周期相对较长。第三，IPO风险较大，受外界不确定性因素影响较大，特别是我国股票市场的公开发行实行审批制，在证监会的审批环节，很多因素是不可控的。

股权转让

股权转让也是一种非常重要的退出方式。在企业暂时达不到公开上市条件，或者公开市场低迷，价格被严重低估时，这也是一种较好的退出方式。按照出售对象的不同，股权转让可分为兼并收购（M&A）、二次出售和企业回购。

兼并收购一般是同行业的其他企业对被投资企业实施整体或者部分股权的收购。私募股权基金可以在此过程中将持有的股权卖给收购方实现退出。采用并购的方式退出，收益率一般不高，仅为首次公开发行退出的1/5。并购会影响企业的独立性，容易遭到企业管理层的反对，因此在实施并购的过程中，需要处理好与企业管理层的利益冲突问题。

私募股权基金在并购中可以立即将持有的不可流通的股权转变为现金，从而实现在项目中退出。在资本市场较完善的国家，特别是美国，并购市场相当发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达，越来越多的私募股权投资采用并购的方式从项目中退出。但是由于中国资本市场的相关法规、制度不健全导致企业并购较为困难，因此在中国采用并购方式退出的比例较少。

二次出售是指将一家私募股权基金将所持有的股权转让给另外一家私募股权基金，达到退出的目的。这种退出方式一般比较容易操作，也能实现迅速退出，但是由于接手的私募股权基金也要求较高的投资回报率，因此转让价格一般不会太高，无法与IPO相比。由于不同的私募股权基金在行业经验、资源背景等方面的差异，有的擅长对早期企业投资，有的擅长对Pre-IPO企业投资，也有的专注于企业的并购交易，私募股权基金之间的接力有利于发挥其在不同领域的投资专长。有时，如果私募股权基金因为基金存续期到期，一般也会采用二次出售的方式将持有的被投资企业股权出售给其他规模较大的私募股权基金。

企业回购是指被投资企业管理层或员工以现金、票据等有价证券向私募股权基金购回企业股权，从而实现私募股权基金的退出。企业回购只涉及私募股权基金和被投资企业两方面的当事人，产权关系明确，操作简便。回购的另一大优点在于企业的完整性得以保存，管理层可以掌握企业的控制权。但是这种方式对企业的经营状况和融资渠道有相当高的要求。有时还需要借助于外源融资方式以获取股权回购的资金。

总的看来股权转让的优点有：第一，操作较为简单，费用较低，可以立即收回资本，风险较小。第二，具有较大的灵活性，适用范围较广。股权转让的缺点是由于是在非公开市场出售股权，买家有限，股权估值水平低，退出的收益也比较低。

清算

在通常情况下，IPO退出和股权转让退出可以给私募股权基金带来投资收益，退出的目的在于兑现利润；而采用清算退出时，退出目的往往是控制损失。所谓清算，是指经营不善的企业被迫解散，终止公司业务，分配公司财产的法定程序。当被投资企业发展无望时，私募股权基金不得不解散企业以避免或者降低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财产的损失。清算退出方式是私募股权投资机构迫不得已的选择。

清算通常包括两种形式：破产清算和解散清算。破产清算是指企业因不能清偿到期债务，被依法宣告破产，由法院依照相关法律规定组织清算小组对公司进行破产清算。通过破产清算，私募股权基金可以按照法定的清偿顺序收回一定的资金，实现私募股权资本的退出，但最后能够收回的资金会很有限。如果私募股权投资采取优先股形式，其清偿顺序将优先于普通股，最后获得的清算价值会高一些；如果是以可转换债券的方式进行投资，在清算时债权的支付要优先于股权。

解散清算是相对于破产清算来说成本较低的一种清算方式，企业经营失败后，私募股权基金和企业可以通过协商的方式来解散企业，结束合作，由股东大会做出决议解散公司并对公司剩余价值进行分配以节省时间和清算成本。如果被投资企业面临清算，投资人和企业家会产生比较大的利益冲突，因为清算对企业家来说将意味着彻底失败。为了保证在项目发展无望时，企业能够同意以清算的方式结束投资，在投资契约中应该对此做出相应的约定，或者是由投资人获得在一定条件下的清算决定权。

3. 创业板市场：私募股权基金退出的黄金水道

为什么创业板市场是私募退出的黄金水道

私募股权投资和创业板市场被看做是一对孪生姐妹。私募股权基金的繁荣和发展，有利于培育大量优秀的高成长企业，为创业板市场提供上市资源；创业板市场的设立，则为私募股权基金提供最佳的项目退出途径。在多层次的资本市场体系中，创业板市场的上市门槛比较低，主要以高成长的中小企业为主，而这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业正是私募股权基金的投资对象。创业板市场的健康发展离不开私募股权基金，而私募股权基金的发展更离不开创业板市场。我国创业板市场已于2009年推出，前期投资的私募股权项目集中上市，在资本市场中形成了非常显著的赚钱效应，这也直接导致了我国目前的“PE热”。

我国创业板市场的发展历程

我国创业板市场的发展历史可以追溯到1998年，从1998年到2009年10月23日我国创业板市场正式开市总共历经11年的时间，真可谓是十年磨一剑。

1998年1月，国家决定由科委组织相关部门研究建立高新技术企业的风险投资机制总体方案并进行试点。1999年1月，深圳证券交易所向证监会正式提交了《深圳证券交易所关于进行成长板市场的方案研究的立项报告》。同年3月，证监会第一次明确表示可以考虑在沪深证券交易所内设立高科技企业板块。

2000年4月，证监会向国务院呈送了《关于支持高新技术企业发展设立二板市场有关问题的请示》。5月16日，国务院基本上同意了证监会设立二板市场的意见，并将二板市场定名为创业板市场。9月18日，深交所设立了创业板市场国际专家委员会、发展战略委员会两个专门委员会和发行上市部等八个职能部门，这标志着我国创业板市场的组织体系基本建立，随后深交所开始着手筹建创业板。2001年初，美国的高科技泡沫破灭，纳斯达克指数从5000点狂跌至2000点，纳斯达克股市神话破灭，这延缓了我国创业板市场的建设速度。

2004年1月31日，国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，指出要分步建设创业板，先建立中小板作为创业板的过度。5月17日，证监会同意深交所设立中小板。6月25日，8只新股在深交所中小板上市。2006年12月，证监会主席尚福林表示我国应该适时推出创业板，这使得我国的创业板建设计划再次被提上日程。2007年3月，深交所宣布创业板的技术准备到位，尚福林要求深交所积极稳妥的推进，随后深交所全力筹备创业板。2007年8月22日，国务院批准了《创业板发行上市管理办法》(草案)。2008年3月22日，中国证监会就《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》公开向社会发布了征求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意见稿。

2009年3月31日，证监会正式颁布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》。6月5日，深交所正式颁布《深圳证券交易所创业板股票上市规则》。7月26日，证监会正式开始受理创业板发行上市申请。9月25日，首批10家创业板公司开始申购。10月23日，举行创业板开板仪式，我国创业板正式成立。10月30日，创业板在深交所开市，首批28家企业上市交易。

创业板市场的难产，对我国私募股权基金的发展也产生了重要影响。在2000年我国宣布将推出创业板时，中国出现了一个风险投资热，一大批风险投资公司成立。但此后创业板市场迟迟没有推出，加上美国高科技泡沫的破灭，这些风险投资公司又纷纷解散，或转投其他领域，只有少部分公司坚持下来。而这是这些坚持下来的少部分公司，在创业板市场设立之初，手上的项目集中上市，获得了丰厚的投资回报，也为我国第一批私募股权投资者积累了宝贵经验。

我国创业板市场的上市条件

根据相应的规定，首次公开发行股票并在创业板上市的企业，应符合以下几个方面的条件：

（1）对发行人赢利能力的要求

为适应不同类型企业的融资需要，创业板市场对发行人设置了两项定量业绩指标，以便发行申请人选择：第一项指标要求发行人最近两年连续赢利，最近两年净利润累计不少于一千万元，且持续增长；第二项指标要求最近一年赢利，且净利润不少于五百万元，最近一年营业收入不少于五千万元，最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十。

根据《证券法》第十三条的规定，公司公开发行新股应当“具有持续赢利能力”。《创业板管理办法》做了更加具体的规定，要求发行人不得有影响持续赢利能力的若干种情形，这些情形具体包括：（1）发行人的经营模式、产品或服务的品种结构已经或者将发生重大变化，并对发行人的持续赢利能力构成重大不利影响；（2）发行人的行业地位或发行人所处行业的经营环境已经或者将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生重大变化，并对发行人的持续赢利能力构成重大不利影响；（3）发行人在用的商标、专利、专有技术、特许经营权等重要资产或者技术的取得或者使用存在重大不利变化的风险；（4）发行人最近一年的营业收入或净利润对关联方或者有重大不确定性的客户存在重大依赖；（5）发行人最近一年的净利润主要来自合并财务报表范围以外的投资收益；（6）其他可能对发行人持续赢利能力构成重大不利影响的情形。

（2）对发行人规模和存续时间的要求

《证券法》第五十条规定，申请股票上市的公司股本总额应不少于三千万元。根据证券法对上市公司规模的下限要求，《创业板管理办法》规定发行人最近一期末净资产不少于两千万元，发行后股本不少于三千万元。在公司存续时间方面，《创业板管理办法》规定发行人应具有一定的持续经营记录，具体要求发行人应当是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司，有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算。规定发行人具备一定的资产规模和存续时间，有利于遴选优秀的创业企业，控制市场风险。

（3）对发行人业务结构的要求

公开发行股票并在创业板上市，发行人应当主营业务突出。主营业务突出，就是要求发行人的经营活动集中于某一个具体行业，有明确的主导产品，其销售收入在总销售收入中的比例较高，企业的经营利润主要来源于主导产品。从主板市场的经验来看，那些赢利水平高且能够长时间持续的上市公司，大多都是主营业务突出，主导产品明确的公司。创业企业规模小，且处于快速成长阶段，如果业务范围分散，缺乏核心业务，既不利于有效控制经营风险，也不利于形成核心竞争力。《创业板管理办法》还要求，发行人的募集资金必须应用于主营业务，保证公司在公开发行后继续保持主营业务的突出性；发行人的主营业务持续稳定，最近两年内没有发生主营业务的变更。

（4）对发行人公司治理的要求

根据创业板上市公司的特点，创业板市场对公司治理提出了更加严格的要求。在公司治理结构方面，发行人必须具有完善的公司治理结构，依法建立健全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东大会、董事会、监事会以及独立董事、董事会秘书、审计委员会制度，相关机构和人员都能够依法履行职责。与主板市场相比，创业板市场公司在审计委员会、独立董事职责方面的要求更加严格。在与实际控制人的关系方面，明确要求发行人应当资产完整，业务及人员、财务、机构独立，具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力。发行人与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争，以及严重影响公司独立性或者显失公允的关联交易。针对中小企业管理基础不稳定的特点，《创业板管理办法》要求发行人应当保持管理层和实际控制人的持续稳定，规定发行人最近两年内董事、高级管理人员均没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。

4. OTC 市场：不可或缺的退出渠道

什么是OTC市场

OTC市场即柜台交易市场，是指证券经纪人或证券自营商不通过证券交易所，将未上市证券及一小部分已上市证券直接同投资者进行买卖的市场。柜台交易不像交易所场内交易那样，集中在一个中央场地进行，它是由许多规模大小不一的柜台组成的分散于全国各地的松散市场。柜台市场不像场内交易那样公开竞价，它提供协议价格，交易双方包括证券自营商与客户之间通过协商确定价格。参与柜台交易的除了自营商和经纪人外，还包括个人在内的其他投资者。柜台交易的证券自营商不收佣金，除股票外，国债、公司债、金融债券及大额可转让存单等均可参加柜台交易。

与证券交易所相比，现代OTC市场具有以下特点：

（1）没有固定统一的交易场所。在OTC市场的发展初期，人们到一些约定俗成的固定地点，比如，广场的某个角落、某家咖啡厅去买卖证券。随着电子计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算机的迅速发展以及通信技术的进步，人们随时可以在任何地方参与证券买卖，现代OTC市场出现了交易场地无形化的发展趋势。

（2）采用做市商制度。做市商极大的提高了交易的流动性，保证了在OTC市场挂牌的每一只股票的交投活跃。

（3）证券品种繁多。许多不能在证券交易所交易的证券也可在OTC市场交易。

全球最著名的OTC市场：NASDAQ

1963年美国证券交易委员会（SEC）应美国国会的要求，完成并公布了一项旨在改善和规范美国证券业和证券市场的研究报告。SEC提议创立一个全国性的柜台间自动报价系统，并授权由美国全国证券交易商协会来具体操作。1968年美国证券交易商协会开始创建“全美证券交易商协会自动报价系统”，也就是我们常说的“纳斯达克（NASDAQ）”。1971年2月8日，该系统正式启动，并从粉红单市场上挑选了2500多家规模、业绩和成长性都名列前茅的股票进行交易。1975年，NASDAQ颁布了正式的上市标准，从而与其他的柜台交易彻底分开。1982年，NASDAQ进一步划分为两个部分，一部分是上市标准较高的“NASDAQ全国市场”，由NASDAQ最优秀的一些公司组成，如英特尔、雅虎、微软、戴尔、思科等著名公司都在该板挂牌交易。其余的公司则组成上市标准较低的“NASDAQ小型资本市场”。1984年，NASDAQ推出“小型订货执行系统”，该系统允许NASDAQ全国市场小于1000股或NASDAQ小型资本市场小于500股的小型订单在最优市价下自动成交并执行，从而提高了NASDAQ的交易能力和效率。1990年，NASDAQ正式改名为“NASDAQ股票市场”。

1998年NASDAQ与全美股票交易所合并成立了NASDAQ——全美交易所集团，从而进一步扩大了NASDAQ股票市场的广度和深度。NASDAQ市场不仅为美国培育出一大批世界著名高科技企业，如IBM、微软、英特尔、苹果电脑等，而且催生出大批的私募股权基金，对于美国90年代经济的发展，可谓功不可没。

2006年2月，NASDAQ宣布将股票市场分为三个层次：“NASDAQ全球精选市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场”、“ NASDAQ全球市场”（即原来的“NASDAQ全国市场”）以及“NASDAQ资本市场”（即原来的NASDAQ小型股市场），进一步优化了市场结构，吸引不同层次的企业上市。

NASDAQ的成功主要归因于它独特的结构特点，归纳起来，主要有以下几个方面：第一，NASDAQ不是交易所而是交易人的市场，属于柜台交易市场。做市商制度和电子交易系统是NASDAQ股票市场的核心特征。第二，NASDAQ应用先进的电子网络技术，NASDAQ没有固定的交易大厅，所有交易都发生在计算机网络中。第三，NASDAQ股票市场极具综合性，它是一家上市服务机构，对上市公司有严格的财务标准和公司治理标准，又根据上市的门槛高低，分为不同市场层次。

我国的OTC市场

目前，我国开展场外股权交易的场所主要有代办股份转让系统、各地的产权交易所和天津股权交易所。

代办股份转让系统（俗称“三板”市场）是由中国证券业协会组织设计，由具有资格的证券公司参与，为非上市公司流通股份提供转让的场所。为妥善解决原中国证券交易自动报价系统（STAQ）、中国人民银行发起的报价系统（NET）挂牌公司流通股份的转让问题，2001年6月12日经中国证监会批准，中国证券业协会发布《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》，代办股份转让工作正式启动，7月16日第一家股份转让公司挂牌。为解决沪深证券交易所退市公司股份的转让问题，2002年8月29日起又将退市公司纳入代办股份转让试点范围。

2006年1月23日，代办股份转让系统增加了中关村科技园区非上市公司股份报价转让试点，为那些达不到上市条件的中关村创新型高科技企业提供股权转让和融资渠道。为了与原三板市场的性质和功能有所区分，这部分市场也称为“新三板”市场。目前，我国“新三板”市场正在准备面向全国的高新技术开发区企业实施扩容试点。

截至2005年，全国各地已有220多家产权交易所（中心），这些交易所主要以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国有产权交易为主要业务，部分产权交易所也开展了非上市公司的股权转让与交易。近几年，产权交易所的交易量逐年攀升，交易品种不断增加，交易制度和信息披露也越来越规范。各地产权交易所通过办理国有产权转让交易业务，积累了从事股权转让柜台交易的经验，也建立了相对完善的交易网络，可以进一步发展成为面向非上市非公众公司的全国性的场外交易市场。

天津股权交易所，是为“两高两非”公司股权和私募股权基金份额的流动及投资退出提供的交易平台。“两高两非”是指国家级高新技术产业园区内的高新技术企业和非上市非公众股份有限公司。天津股权交易所在天津滨海新区注册和营业，主要股东包括天津产权交易中心、天津开创投资有限公司、天津开益咨询公司等国有单位。天津股权交易所的前身是2001年设立的天津股权托管交易市场有限公司，有会员机构100余家，依托天津产权交易中心，建立了比较成熟的股权登记托管系统、挂牌交易系统、网络综合竞价系统、信息发布系统和政策法规信息系统等。截止到2011年9月底，天津股权交易所挂牌企业已经达到105家。

OTC市场在私募股权基金退出中的作用

私募股权投资的高风险性决定了他们所投资的企业，不是所有的都能达到证券市场公开上市的条件，最终大部分企业不能实现公开上市。对于这些企业，私募股权基金只能选择通过股权转让的方式退出，而OTC市场可以在私募股权基金的股权转让方面发挥重要作用。在证券交易所中，如果被投资企业公开上市，私募股权基金在其股份度过禁售期后，就可以很方便地在市场上出售，基本不用考虑流动性的问题。但是，如果被投资企业不能上市，私募股权基金想转让股权，要找到一个合适的买家就非常不容易了。在这种情况下，通过OTC市场挂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牌转让，就可以较好地解决股权转让的流动性问题。

5. 境外上市：中国私募的另类选择

为什么选择境外上市

境外上市是指国内股份有限公司向境外投资者发行股票，并在境外证券交易所公开上市。我国企业在境外的上市地点主要有中国香港、纽约、新加坡等。近几年，境外证券市场对我国优质上市资源的争夺日趋激烈，我国一批优秀企业如无锡尚德、天威英利、百度、分众传媒、携程、新东方等纷纷走向境外上市。在这些境外上市企业的背后，大部分都有私募股权基金的身影，境外上市是我国私募股权基金退出的一个重要途径。相对于境内证券市场上市，在境外上市主要有以下几个方面的优势：第一，上市门槛低，融资速度快，上市成功率高；第二，符合企业的国际化战略；第三，境外市场严格的监管机制能促进企业成长；第四，境外市场容量大，资金供给多。

中国企业境外上市的方式

境外上市分为境外直接上市和境外间接上市。境外直接上市即直接以国内公司的名义向境外证券主管部门申请发行的登记注册，并向当地证券交易所申请挂牌上市交易。境外直接上市程序繁复、成本高、时间长，所以许多企业，尤其是民营企业为了避开国内复杂的审批程序，以间接方式在境外上市。境外间接上市即国内企业在境外注册公司，境外公司以收购、股权置换等方式取得国内资产的控制权，然后境外公司在境外交易所上市。间接上市主要有两种形式：买壳上市和造壳上市。其本质都是通过将国内资产注入壳公司的方式，达到国内资产上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的目的。

（1）买壳上市

买壳上市是指国内企业通过收购已在境外上市公司的部分或全部股权，购入后以现成的境外上市公司作为外壳，取得上市地位，然后对其注入资产，实现境内公司境外间接上市的目的。买壳上市是最方便、最节省时间的一种境外上市方式。它的优越性主要体现在两个方面：与直接挂牌上市相比，它可以避开国内有关法规的限制和繁杂的上市审批程序，手续简洁、办理方便；与其他的间接上市方式相比，买壳上市可以一步到位，缩短上市时间。中信泰富是国内企业买壳上市的一个典型例子。1990年2月，中国国际信托投资公司在中国香港的子公司国际信托香港集团有限公司（简称中信香港）委托中国香港百富勤投资集团作为财务顾问，在中国香港提出全面收购名为泰富发展集团有限公司（简称泰富）的上市公司，取得了泰富43%的控股权，泰富因此在1991年1月更名为中信泰富。其后母公司不断注入资产，使其在短短的四年时间内，从市值仅为7亿港元的小公司迅速增长为市值超400亿港元的大公司，并被吸收进入中国香港恒生指数成份股。

（2）造壳上市

所谓造壳上市，即我国企业在境外证券交易所所在地或允许的其他国家与地区，独资或合资重新注册一家中资公司的控股公司，境内企业进而以该控股公司的名义申请上市。造壳上市按境内企业与境外公司关联方式的不同，又可分成几种形式：控股上市、附属上市、合资上市、分拆上市。

1）控股上市。控股上市一般指国内企业在境外注册一家公司，然后由该公司建立对国内企业的控股关系，再以该境外控股公司的名义在境外申请上市，最后达到国内企业在境外间接挂牌上市的目的，这种方式又可称为反向收购上市。通过控股上市的方式在境外间接挂牌的一个典型例子是广西玉柴实业股份有限公司在纽约上市。

2）附属上市。附属上市是指国内欲上市企业在境外注册一家附属机构，使国内企业与之形成母子关系，然后将境内资产、业务或分支机构注入境外附属机构，再由该附属公司申请境外挂牌上市。附属上市与控股上市的区别仅在于国内公司与境外注册公司的附属关系不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3）合资上市。合资上市一般适用于国内的中外合资企业，在这类企业的境外上市的实践中，一般是由合资的外方在境外的控股公司申请上市。易初中国摩托车有限公司（简称易初中国）在美国上市即是这种模式的一个代表。易初中国是香港卜峰集团1987年在百慕大注册的一家子公司，通过该公司与国内企业进行合资。易初中国在国内的四家合资企业是上海摩托车有限公司、洛阳摩托车有限公司、上海燃机有限公司和湛江尼德汽化器有限公司。1993年7月，易初中国在美国挂牌上市，其合并报表采用权益法，其业绩和资产主要部分来自对外投资，即其在这些合资企业的股权投资部分。易初中国在美国上市的是合资企业的外方股权，但上市所筹资金9200万美元全部投入合资企业。

4）分拆上市。分拆上市模式适用于国内企业或企业集团已经是跨国公司或在境外已设有分支机构的情况。它是指从现有的境外公司中分拆出一个子公司，然后注入国内资产分拆上市，由于可利用原母公司的声誉和实力，因而有利于成功上市发行。利用这种模式上市的一个典型例子是国内富益工程在境外的间接上市。富益工程有限公司是由国内大型跨国集团粤海集团控股的境外股份公司。粤海集团决定利用分拆上市的模式将富益工程的股权在澳大利亚上市。首先，粤海集团从其子公司粤海投资公司中分拆出分支机构粤海实业股份有限公司，由其持有富益工程90%的股权，然后由粤海集团控制的粤海实业在澳大利亚证交所上市，募集资金3900万澳元。

案例：李宁公司的境外上市和私募股权基金的退出

李宁公司的上市历程可分为四个阶段：

第一阶段，整合：李宁公司的上市谋划肇始于1997年，当时李宁在全国各地开办有十几家企业，彼此间互相参股，结构混乱。在资本运作专家的设计下，李宁将北京、广东、烟台三家公司合并为李宁体育用品集团公司，全国各地的其他公司相继整合到这个核心企业中，初步实现集团结构的明晰。1997年8月，上海李宁成立，注册资本为500000元人民币，主要由李宁家族所成立的两家公司——上海宁晟和上海力发所控制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二阶段，改组：2001年，上海李宁原计划由有限责任公司改组为股份有限公司在境内上市。后来由于境内证券市场环境的变化，决定到境外上市。为了实现境外上市，上海李宁采取以下步骤改组为全外资企业：

（1）2002年10月，为筹备私募股权投资及将上海李宁改组为中国全外资企业，李宁家族、李宁合伙人及主要高管、两家战略股东在海外注册成立RealSports公司。

（2）2002年10月29日，RealSports与上海李宁股东达成协议，同意向上海李宁股东收购上海李宁发行的全部股本，代价为600万美元。

（3）2002年12月11日，上海李宁由内资有限责任公司改组为外资独资企业，注册资本8000000美元。

第三阶段，私募股权基金正式加入：2003年1月，李宁公司引入新加坡政府投资公司全资拥有的TetradVenturePteLtd.和CDHChinaFund.两家公司，分别以15,000,000美元及3,500,000美元认购RealSports的新股份，持有公司19.9%和4.6%的股权。私募股权基金加入后，RealSports公司财务表现优异。虽然两家私募股权基金于2003年初正式加入，但与李宁公司的磋商与合作早已展开。事实上，李宁公司在海外注册公司及收购改组等一系列资本运作，均是在为私募股权基金的加入创造条件。

第四阶段，上市：2004年6月，李宁公司在中国香港主板成功上市。李宁股票受到资本市场的追捧；国际配售也出现了约11倍的超额认购。首日上市开盘价报2.325港元，较其2.15港元的首次公开募股价格上涨8%。李宁公司上市之后，两公司迅速减持股份至15.19%和3.5%。由于这两家公司并没有禁售期，可以在李宁有限公司上市后，随时转让股份，因此，私募股权基金在李宁海外上市后实现“全身而退”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 做人不能太贪心：适时出售股权

从被投资企业退出，是私募股权基金投资运作过程的最后一环。只有选择一个恰当的退出时机，才能获取理想的投资收益。退出时机的选择主要考虑两个方面：第一是宏观经济和证券市场状况；第二是被投资企业的发展阶段。

退出时机与宏观经济和证券市场状况

退出时机最好选择宏观经济处在向上循环周期时，此时资本市场比较活跃，退出的选择较多。在良好的宏观经济背景下，如果私募股权基金能够把握正确的市场窗口和行业发展时机，则可以获得较高的投资收益。最佳的退出时机是企业价值被高估的时候，而市场何时会高估一个企业呢？这主要基于市场上投资者的预期，投资者可能在某一段时间里因为某些原因而集中关注某一行业，而在另一段时间里会忽略该行业。通常，整体经济向好时，市场认为某个行业是朝阳产业时，这个行业的企业就容易卖一个好价钱；当一种商业模式在它对公众具有吸引力的时候，也会使企业的价值被高估。而当市场的注意力都集中在朝阳产业时，非朝阳产业的企业价值就会被低估。

退出时机与被投资企业的发展阶段

根据产业周期理论，产业发展可以划分为五个阶段：种子期、初创期、成长期、成熟期和衰退期。企业上市一般会在成长期和成熟期的早期，因为企业在成长期的末期就已经具有了一定规模，经过成熟期早期较为稳定的运营，可以达到IPO的条件。而进入成熟期以后，由于竞争对手进入市场，企业将失去获得高额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润的机会，所以应该在成熟期的早期尽快上市。对于情况一般的投资项目，由于难以达到IPO的要求，如果在成熟期不能成功上市将很难获得好的退出机会。对于这种企业应该在其处于成长期时通过股权转让的方式退出较为合适。对于投资失败的项目则应通过清算的方式退出，尽可能降低损失。

案例：IDG退出腾讯，收获中的遗憾

IDG合伙人李建光曾在一个论坛上道出IDG的“三个最痛心的案例”，其中之一就是腾讯。不过李建光认为，那是一种收获后的遗憾。但另一位IDG早期合伙人杨飞则对当初退出腾讯仍然有点耿耿于怀，认为是“决策失误”。当初，IDG和电讯盈科共同向腾讯投资220万美元，分别持有腾讯总股本的20%，马化腾及其团队持股60%。此后，腾讯迅速发展。2000年年底，中国移动开通了移动梦网，腾讯与移动梦网合作，采用“二八分成制”，推出了移动QQ服务，这一业务在2001年为腾讯带来了1022万元的利润。腾讯的高速发展势头引起了MIH公司的关注，在成功收购电讯盈科所持20%的股权后，又向IDG伸出了橄榄枝。2001年6月IDG转让了13%的腾讯股份，获利约1000万美元。MIH完成收购后，IDG仍持有腾讯7%的股份。此后，腾讯的业务拓展非常顺利，上市工作也开始筹划。2003年8月，就在腾讯实现上市前10个月，腾讯创业团队将IDG所持剩余股权悉数购回。至此，IDG完全退出腾讯。

IDG分别于2001年6月和2003年8月将其持有的全部腾讯股份转让给MTH公司及腾讯管理层，获得2000万美元以上的收益，资本增值10倍左右。2004年6月，腾讯在香港主板上市。若IDG选择在腾讯上市之后退出，按发行价计算，将获得1.2亿美元收入，增值50倍以上，远超过其10倍的收益。而且腾讯上市后，股价一路上涨，接手的MIH公司退出时获得了7倍的收益。而IDG在腾讯发展形势一片大好和即将上市之际退出，从而错失了获得更大收益的机会。

尽管IDG从腾讯退出时也获得了10倍左右的收益，可以算得上是一次成功的股权投资案例，但是从IDG退出后腾讯的表现来看，却有过早退出的决策失误。按照IDG的决策模式，一般的项目如果能获得10倍以上的回报，又没有看到太大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的发展空间，就要考虑退出的问题了。所以，IDG当时选择退出腾讯是按照既定的投资策略做出的决策。当时正是全球互联网泡沫破裂的时候，众多互联网公司纷纷倒闭，IDG对腾讯的发展前景有所担心，因此希望早点落袋为安。但IDG还是低估了腾讯的与众不同和中国市场的增长潜力。2003年9月，IDG又在腾讯上市前不久将余下的7%股权卖给腾讯团队，似乎让人有些费解。资本市场的估值高于股权市场，只要腾讯能够成功上市，股权增值将是大概率事件，而且IDG继续持有腾讯的股权也会有利于腾讯的上市。但是IDG却决定将手中的股权转让给腾讯管理层，的确有失明智。

7. 放眼全球：全球范围的收益情况

美国私募股权基金收益情况

长期以来，美国私募股权基金的年化净内部收益率为15% ~ 20%，根据美国风险投资学会（NCVC）2008年年度报告的统计，截至2007年9月底，美国风险基金20年的年化内部收益率为16.4%，其中投资方向为早期的基金收益率为20.8%，私募股权基金的总体平均收益率为13.9%，具体统计如表8-1所示。

表8-1 美国私募股权基金收益率统计（单位：%）

基金类型	在2007年9月30日前完成投资的PE净内部收益率（IIR）				
	1年	3年	5年	10年	20年
早期型VC	25.6	6.8	3.1	34.5	20.8
平衡型VC	34.5	14.6	10.1	14.9	14.2
晚期型VC	38.2	11.6	9.0	8.6	13.9
所有VC	31.3	10.7	6.9	17.9	16.4
并购基金	27.5	15.3	14.1	8.6	12.3
夹层资本	16.7	5.5	5.2	6.1	8.3
所有PE	28.3	14.0	14.0	10.6	13.9

资料来源：Thomson Financial & NCVC。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧洲私募股权基金的收益情况

据欧洲私募股权投资和创业投资协会（EVCA）2005年的统计，从1980年到2004年，全部私募股权基金的内部收益率为9.5%，这一数据低于美国私募股权基金收益率。EVCA用两个指标来衡量私募股权基金的收益情况，除了内部收益率（IRR）外，另一个指标是资本回收倍数或投入资本总值倍数（TVPI），它等于已获得收益和剩余资产价值之和与初始投资的比值，是投资期限内投资者获得的收入相对于初始投资的倍数。EVCA对1980年到2004年欧洲私募股权基金收益情况的统计如表8-2所示。

表8-2 1980–2004年欧洲私募股权基金收益情况

A 私募股权基金总体					
	基金数	IRR（%）	已付比率	剩余资本比率	TVPI
早期资本	252	0.2	0.4	0.6	1.00
发展资本	173	8.2	0.74	0.68	1.42
平衡投资	146	7.9	0.66	0.59	1.25
所有VC	571	6.0	0.60	0.62	1.22
并购	307	12.3	0.70	0.67	1.37
全面投资	78	8.7	0.98	0.37	1.35
所有PE	956	9.5	0.72	0.60	1.32
B 上四分位私募股权基金					
	基金数	IRR（%）	已付比率	剩余资本比率	TVPI
早期资本	65	14.9	0.93	0.64	1.57
发展资本	46	18.7	1.43	0.61	2.04
平衡投资	43	21.3	1.10	0.71	1.81
所有VC	154	18.6	1.13	0.66	1.79
并购	84	28.7	1.23	0.66	1.89
全面投资	17	12.3	1.00	0.47	1.47
所有PE	255	23.3	1.19	0.65	1.84

资料来源：EVCA，2005。

从统计数据来讲，在全部的私募股权基金中，投资收益水平最高的是并购基金，其收益率远远高于VC投资。在所有VC基金中，投资于后期的发展资本的平均收益率高于早期资本收益率，这一结果似乎和我们所熟知的“高风险高收益”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一般规律不符。欧洲的私募股权基金多专注于后期或并购交易，早期的创业投资不发达，这与创业投资的市场环境有很大关系。相比较而言，美国的私募股权基金中，专注于早期的创业资本较多，也是与其较高的收益水平有很大关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

传奇是这样缔造的

——私募的神话故事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权基金的投资故事，最精彩的都是他们在资本市场上退出时，创造了动辄十倍甚至几十倍的投资收益。蒙牛、聚力、西部矿业、携程网、小肥羊，似乎私募股权基金天生就是和财富神话联系在一起的。但是，在资本市场成功退出的背后，是私募股权基金一系列艰苦卓绝的调查、分析工作，以及长期的痛苦等待过程。透过一个个成功案例的背后，我们可以去发现这些企业所具备的优秀基因，以及私募股权基金是如何发现这些优秀基因的。

1. 软银和 pplive 的甜蜜往事

PPLive成长史

PPLive的创业者是一个只有24岁、休学创业的大学生。2002年世界杯期间，华中科技大学的宿舍里还没有有线电视，身为球迷的姚欣只好与同学们租一个宾馆房间看球，这令姚欣想到了以技术手段解决在互联网上观看电视节目的创意。2004年暑假返校后，姚欣便告别“学业”，踏上“创业”之路。最初以韵苑26栋寝室为工作室，姚欣和他的团队成员们开始了封闭式开发。2004年年底，PPLive1.0正式在华中科技大学韵苑26栋诞生。

2004年，中国互联网用户爆发式增长，一大批互联网企业获得了私募股权基金的支持。姚欣和他的团队也带着基于p2p技术应用的PPLive让找到软银并获得第一轮注资。凭着从软银得到的第一桶金，姚欣在学校对面的创业楼租下了100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多平方米的办公室，招揽了十多位技术高手，开始大力发展PPLive。创业之初，公司以技术提供为主，包括给湖南卫视、上海文广、凤凰卫视等十多家电视台提供视频上网技术支持。然而单纯靠提供技术来维持公司的运营，显然不能满足投资者的预期，加之公司在人员、技术等方面的投入不断增加，2006年春节前夕，公司一度陷入财务困境，姚欣想到了二次融资。为了吸引投资商的加入，姚欣对公司的运营模式进行了调整，他提出在PPLive网站上插播广告的商业模式。为吸引客户，姚欣采取了“保底+分成”的方式，即视频发行方将节目授权给PPLive，可以获得一定的保底金，用户点击视频时，版权所有人还可与PPLive按比例共享广告收益。2006年，姚欣成功地从蓝驰基金及软银拿到第二轮融资。

在投资方的支持下，PPLive开始携P2P核心技术，以流媒体旗手的姿态全面进入媒体运营产业。为此，他们把公司从武汉搬到上海，将公司名称中的“技术”二字去掉，变成上海聚力传媒有限公司。到目前，PPLive已经拥有超过2亿的庞大用户群体，是全球首家突破800万人同时在线观看的网络视频直播平台。

PPLive融资历程

2005年年初，软银中国向聚力传媒（PPLive）投入了第一笔天使性质的种子基金100万美元。

2005年秋，软银中国带着聚力传媒（PPLive）拜访了中介公司，在中介公司的指导和帮助下，PPLive进行了几次路演，最终蓝驰基金看中了PPLive。2006年6月，蓝驰基金和软银向聚力传媒（PPLive）投资1000万美元。

2007年9月，聚力传媒（PPLive）证实，公司又获得来自德丰杰和龙脉投资的2100万美元投资。

2011年1月，聚力传媒（PPLive）再次获得软银的2.5亿美元投资，本轮投资后，软银持有聚力传媒（PPLive）35%的股权，成为第一大股东。据此分析，在本轮融资前聚力传媒（PPLive）的估值超过7亿美元。这一融资是3年来互联网行业最大一笔融资，金额已经超过同类视频网站优酷上市获得的融资金额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不急于上市的个例

2001年，随着优酷等视频网站陆续到美国证券市场上市，而聚力传媒（PPLive）却迟迟没有上市的动向，这不免让人产生疑问。大部分私募股权基金支持的创业企业，在企业具备上市条件后，都会积极推动企业上市，而聚力传媒（PPLive）却是一个特例。其首席执行官（CEO）陶闯认为，当前PPLive有足够的资金，并不急于上市，PPLive也会做好准备，希望寻找一个好的时机上市。未来公司的营业收入将继续随行业规模扩大而高速成长，赢利模式仍有待成熟，估计2-3年内将会出现清晰的赢利模式。PPLive希望寻找一个好的时机上市。等到上市时，公司赢利模式应该已经明朗。

案例启示

聚力传媒（PPLive）所处的网络视频领域是新媒体行业中的一个细分市场。从软银第一轮投资的2005年到现在，也已经过去近7年的时间，到目前为止，公司的商业模式还尚待廓清，还没有走出“烧钱”的阶段。软银等私募股权基金之所以不急于推动聚力传媒上市，主要还是认为从公司的发展阶段上看，上市的时机不够成熟。2011年软银的2.5美元投资，主要用途有三个：一是建立一个超大规模的视频云计算中心；二是在云计算中心的基础上，完善建立针对内容制作和制片商的全开放式的专业视频内容发布平台；三是发力网络电视，打造以用户为中心的新媒体经营模式。可见，软银对聚力传媒（PPLive）的打造还是志存高远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 深圳创新投与潍柴动力：机遇险些失之交臂

潍柴动力概况

潍柴动力股份有限公司的前身是潍坊柴油机厂，成立于1946年，是中国最早一批柴油机生产厂家之一。1984年，中国国家发展计划委员会及中国国家经济委员会确认潍柴为研发及生产斯太尔WD615系列柴油机的定点厂之一。同年，国家经济委员会发出《关于同意潍坊柴油机厂变更隶属关系的复函》，确认潍柴为重型汽车配套柴油机的定点厂之一。2002年12月23日由潍坊柴油机厂以有关生产及销售WD615、WD618系列柴油机业务的经营资产与负债及现金出资，联合其他发起人成立潍柴动力股份有限公司。2004年3月11日，潍柴动力在香港联交所主板上市，成绩斐然。2005年8月，潍柴动力成功收购湘火炬，延伸了自己的产业链条，拓宽了发展空间。2007年4月30日，潍柴动力A股在深圳证券交易所正式挂牌上市，成为中国证券市场上第一例“H to A”案例。

深圳创新投投资潍柴动力的背景

2002年年初，潍柴领导层决定深化改革，联合各方融资发起设立潍柴动力股份有限公司，以实现潍柴产权主体的多元化，进一步完善潍柴公司的治理结构。并以其最具竞争力和发展潜力的斯太尔高速柴油机业务及其相关资产成立股份公司，然后谋求进入国际资本市场。而潍柴存续部分不再经营与斯太尔高速柴油机有同业竞争性质的高速柴油机业务，只专注中速柴油机业务。这样，新公司将集斯太尔高速柴油机生产、研发、销售等业务于一体，为国内重型汽车和工程机械

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供配套动力，从而牢固树立中国高速发动机供应商龙头企业的垄断地位。

2002年4月，潍柴改制项目信息通过德勤融资部门转达给深圳创新投。深圳创新投随即委派投资经理奔赴潍柴。经过初步调研，潍柴给投资经理两点深刻的印象：第一是领导团队素质好。以谭旭光为首的领导班子勇于改革，志存高远，将企业做大做强的愿望强烈。第二是行业好。大功率高速柴油机主要配套重型汽车、大型客车、工程机械、船舶、发电机组等。随着中国经济持续强劲增长，重型汽车、大型客车和工程机械产销量快速上升，高速柴油机市场潜力巨大。潍柴一直是中国高速发动机的生产、销售和科研龙头，一旦新设立的股份有限公司成功并购重庆柴油机厂高速柴油机生产线，将确立中国高速发动机供应商的垄断地位。

险些失之交臂的好姻缘

潍柴动力项目第一次在深圳创新投上投资决策委员会讨论时没有通过，原因是的委员认为：潍柴动力虽然所处行业前景看好，但新成立的股份有限公司产品较单一，项目风险大，而且当时生产同类产品的重庆柴油机厂和杭州柴油机厂经营都出现了困难。有些委员还担忧，新股份有限公司和潍坊柴油机厂会产生关联交易。而且当时全国刚刚经历国企脱困，国有企业“思想陈旧、管理落后、效率低下”等弊病导致部分委员对潍柴动力的发展前景存在一定成见。

最后，在创新投主要领导力争下，投资委员会要求投资经理补充相关材料之后再进行复议，为了在复议会上使项目通过，投资经理们开始搜集更多信息。他们咨询相关专家了解到，柴油机从研发到投产，一般需要10~20年时间，目前国内各厂家及机构尚不具备独立开发新型柴油机的能力，如果国内厂家要整体引进新产品，投放市场也需要5年以上的时间。

对于国外厂家，它们在中国加入WTO后已经加入国内市场竞争，但面对中国广阔的地域，没有3~5年甚至更长的时间很难建立起一个发达的营销市场网络。同时，相对我国整体消费水平尚不高的现状，国外产品较高的价格将使其在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争中处于不利的地位。因此，在国内高速柴油机领域，未来3~5年内，潍柴动力将会保持优势地位。

为了更具有说服力，项目组还从国内外竞争对手出现经营困境原因、公司治理结构等多方面进行调查，了解潍柴动力的经营状况和未来成长潜力。为此投资经理们专门去重庆、杭州考察了同类厂家，发现多数厂家出现经营困难都是由规模与成本问题造成的，潍柴动力与竞争对手杭发与重柴相比具有两个方面的优势：一方面，杭发与重柴的生产能力仅有1万台/年，而潍柴已突破5万台/年；另一方面，重柴、杭发产品单机成本比潍柴高出7%。投资经理在调查中还了解到，潍柴动力还在股权设计上和董事会架构上对公司关联交易进行了约束。

即使经过严谨的调查和详细的准备，潍柴动力项目在创新投的投资委员会复议会上又一度引发激烈的争论，部分委员对此项目还是持不同意见，但经过讨论后大家一致认为，可以对潍柴动力这类国企改制项目进行尝试，最后此项投资在投资决策委员会上被全票通过。不过为了降低风险，投资决策委员会认为应该小心谨慎投资，最后决定减少一半投资额，投2150万元、占潍柴动力10%股权的保守方案。

投资成就

2002年12月，深圳创新投投资潍柴动力10%股份，金额2150万元。15个月后，潍柴动力H股在中国香港联交所主板成功挂牌上市。上市后，创新投持有潍柴动力股票市值比投资额增加10倍以上。2004年6月，潍柴动力发布中期报表，公司净利润24859.9万元，较2003年同期大增102.4%，潍柴动力股票飙升至20元以上，深圳创新投的账面收益增至30倍以上。2007年8月潍柴动力收购“湘火炬”获得成功，回归内地实现A股再上市，上市首日收盘价64.93元，此后股价一度突破100元，深圳创新投的2150万的投资账面收益等于赚了个注册资本为16亿的深圳创新投。潍柴动力也成了深圳创新投迄今为止最为成功的投资项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功解密

（1）在2000年前后中国的一股国企改制潮，其中不乏有竞争实力强、市场占有率高、企业管理团队精干的优秀企业。事实上，当时的国企改制为私募股权基金提供了很多绝佳的投资机会，只是当时私募股权基金在中国还很少，刚刚成立的一批风险投资公司都把注意力集中在高新技术中小企业上。深圳创新投在潍柴动力上的成功正是抓住了这样的一个投资机会。

（2）详尽的审慎调研

深圳创新投在整个过程中总共进行了多轮调研，从项目投资经理到公司副总都实地调研了潍柴，并与潍柴领导深入沟通。特别是在第一次投资决策会上，潍柴动力项目没有通过，部分委员提出很多的反对意见后，项目经理还对潍柴的竞争对手进行了调研，以发现潍柴的优势和劣势，评估潜在的风险。

（3）传统行业中也有投资机会

以往私募股权基金往往都是在新兴产业领域中寻找投资机会，如互联网、生物制药、通信技术等，忽略传统产业中的投资机会。中国正处于高速发展时期，在很多传统产业领域，市场空间巨大，有些处于垄断地位的企业，也会获得很好的发展机会。

3. 私募投资蒙牛：完美的结局

蒙牛的前世今生

这座破旧的六层民宅位于呼和浩特市公园南路附近，要七拐八绕才能找到它。1999年1月13日，蒙牛乳业有限责任公司就在民宅底层的这间53平方米的两居室里正式成立。1999 年 8 月，蒙牛乳业进行股份制改造，注册成立了“内蒙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

古蒙牛乳业股份有限公司”。从青城兴起的“草原风”，吹开了中国乳业发展的全新格局。

蒙牛乳业集团在短短几年中，创造了举世瞩目的“蒙牛速度”和“蒙牛奇迹”。目前，蒙牛已成长为拥有总资产近190亿元、职工近3万人、在全国19个省区市建立生产基地29个、年生产能力达670多万吨、年销售额超300亿元、累计创造产值1600多亿元、累计缴纳税款80亿元的规模化乳制品加工企业。

私募股权基金牵手蒙牛

2001年年底，私募股权基金的出现使蒙牛乳业走上了一条迥异于同类的发展道路。私募股权基金投资蒙牛可分为两个阶段。

2002年6月5日，蒙牛在开曼群岛注册成立了“中国乳业控股公司”（China Dairy Holdings）和“MS Dairy Holdings”，而“中国乳业控股公司”（以下简称“中国乳业”）就是未来中国香港上市的主体公司。中国乳业控股成立不久，其全资子公司毛里求斯公司成立，蒙牛海外上市的离岸结构搭建完成。

2002年6月，“蒙牛”与摩根斯坦利，英联，鼎辉等三家私募股权基金签署投资意向，投资2.16亿元，占32%的股份。这笔2.16亿元的投资投向中国乳业控股，通过毛里求斯的子公司流向中国境内的“蒙牛股份”，毛里求斯公司收购了“蒙牛股份”66.7%的股份，“蒙牛股份”也成为了合资公司。

在“中国乳业”中，蒙牛仅有9.4%的股权却有51%投票权，而私募股权基金有90.6%的股权却只有49%的投票权。这种情况的出现，首先是因为开曼公司法允许公司股份分为A和B两种，A类股票一股有十票投票权，而B股一股只有一票投票权，另外一个原因也是有利于私募股权基金更好地控制自己的风险。根据私募股权基金和“蒙牛”签订的对赌协定，如果“蒙牛”的业绩达不到私募股权基金的要求，蒙牛系中所持有的A类股票就无法转换成B类股票，而“蒙牛”的高管也将失去对“蒙牛”的控制权，但是“蒙牛股份”的财务数据显示：销售收入2003年增长了144%，税后利润增长了194%，提前达到了要求，因此“蒙牛”管理层也获得了与他们的投票权相对应的股权，对“中国乳业”的股权分配也变成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了蒙牛51%，外资49%。之后，三家私募股权基金通过购买可转换债券以0.74港元每股的价格预定了约3.67亿股上市公司股票。

获得第一轮投资后，蒙牛的业绩增长令人惊讶。激烈的市场竞争中企业不进则退，迅速成长中的蒙牛对资金的需求仍然十分巨大。虽已上市在望，但一年的等待将使蒙牛错失发展良机，三家机构再次向蒙牛注资。三家投资机构仍然结伴而行，通过认购开曼群岛公司的可换股证券注资3523万美元（折合人民币2.9亿元）。与第一轮投资不同，三家机构为了避免风险，在第二轮注资时没有采取认股形式，而是采取了“可换股债券”。增资的同时签订了对赌协议，双方约定，2003～2006年，蒙牛业绩复合年增长率不得低于50%。如果达不到该预期，蒙牛管理团队支付投资方6000万～7000万股上市公司股份，即如果没有达到目标，公司将被投资方控制；反之，投资方奖励蒙牛管理团队相应股份。

私募股权基金套现离场

2004年6月10日，“蒙牛乳业”得以顺利登陆中国香港证券市场，私募股权基金也开始套现离场了，除了上市初通过市场减持1亿旧股套现外，私募股权基金在2004年12月通过第一批（30%）可转换债券减持套现10亿港币，2005年6月又向市场配售旧股套现15亿多港币。至此，私募股权基金完成了它在中国私募股权市场上的经典之役，整个过程历时约3年，获利高达550%。

可以看出，私募股权基金不仅为“蒙牛乳业”提供了重要的融资来源，而且更好的激励了公司管理层，提升了公司治理水平，通过国内外资源的有效整合，推动了“蒙牛”的超常规发展。同时，私募股权基金通过6000万美元的投资，收回了20多亿港币，获得了良好的投资收益，真正实现了私募股权基金和我国企业两者的“双赢”。

案例解密

蒙牛所处的乳品行业属于传统行业，而它又是一个典型的高成长企业，其成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长速度远远超过一般的传统行业。三家私募股权机构对蒙牛的投资，可以说是在正确的投资时点上，投资了正确的行业和正确的人。透过蒙牛的投资协议，可以看出私募股权基金对投资风险控制的高超技艺。在第一次注资时，蒙牛管理团队所持有的股票在第一年只享有战略投资人所持股票1/10的收益权，而三家投资机构享有蒙牛90.6%的收益权，只有完成约定的“表现目标”时这些股票才能与投资人的股票实现同股同权。二次增资中，三家投资机构要求以可换股债券投资，除了具有期满前可赎回，可转为普通股的可转债属性以外，它还可以和普通股一样享受股息。可换股文件锁定了三家战略投资者的投资成本，规避了一旦蒙牛业绩出现下滑时的投资风险。三家投资机构还取得了所谓的认股权：在十年内一次或分多批按每股净资产购买开曼群岛（蒙牛上市的主体）股票。

以牛根生为首的蒙牛管理层，在与投资人苛刻的对赌协议中获得胜利，也足以展现出超凡的执行力和驾驭市场的能力。尽管从表面上看，蒙牛与私募股权投资机构签署的协议，对蒙牛管理层不利，在公司上市时，蒙牛的创始人牛根生只得到价值不到两亿的股票，持股比例仅为4.6%，2005年可转债行使后进一步下降到3.3%，且五年内不能变现。但牛根生在蒙牛的快速发展中保住了对公司的控制权，也保证了蒙牛能够沿着自己的道路前进。

4. 凯雷的风光：投资携程旅行网

携程旅行网概况

携程旅行网创立于1999年年初，是目前中国最大的专业商务和度假旅行服务网站。通过在2000年10月对现代运通公司和2002年4月对北京海岸票务公司的整体收购，建成了全国最大的酒店预订中心和最大的机票预订中心，成为目前中国最大的宾馆和机票分销商，为用户提供高效、快捷的酒店房间和机票订购服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在2004年2月，携程旅行网又与具备国际经营资格的上海翠明国际旅行社结成战略合作伙伴，正式进入度假旅行领域。公司成立后，接受了IDGVC、软银、凯雷、老虎基金等众多私募股权机构的投资，2003年12月9日，携程旅行网登陆美国纳斯达克（NASDAQ）股票市场。

融资历程

1999年4月，创始人梁建章、沈南鹏、范敏、季琦四人成立携程香港公司，注册资本约200万元人民币。1999年10月，基于对携程的商业模式和创业团队的认可，IDGVC向其投资了50万美元作为种子基金，获得携程20%多的股权。

2000年3月，携程国际在开曼群岛成立。由软银牵头，IDG、兰馨亚洲投资集团、Ecity Investment Limited、上海实业创业投资公司五家投资机构参与了股份认购。携程以每股1.0417美元的价格，发行432万股“A类可转可赎回优先股”（有投票权，IPO时自动转为普通股）。其中，IDGVC追加投资认购48万股，软银认购144万股，兰馨亚洲认购921,600股，Ecity Investment Limited认购96万股，上海实业和一些个人股东认购48万股。随后，携程国际通过换股100%控股携程香港。

2000年11月，凯雷等私募股权机构又以每股1.5667美元的价格，认购了携程约719万股“B类可转可赎回优先股”。其中凯雷亚洲认购约510万股，投资额约达800万美元，取得约25%的股权，而软银、IDG和上海实业分别增持约64万股、41万股和83万股，兰馨亚洲增持了约18万股。携程第三次融资，获得了超过1800万美元的投资。

2003年9月，在携程旅行网上市前，以每股4.5856美元的价格向老虎基金发行218万股“C类可转可赎回优先股”，获得最后一轮1000万美元的私募股权投资。老虎基金的投资，不但为前期进入的私募股权机构提供了退出机会，也提升了公司在国际投资者中的认可度。

2003年12月9日，携程国际以美国存托股份（ADS）形式在美国纳斯达克股票交易所正式挂牌交易。共发行420万股ADS，发行价为每股18美元，其中270万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股为新发股份，募集资金归携程使用；150万股为原股东减持套现。

凯雷投资携程始末

在凯雷投资携程旅行网前，携程的财务状况并不乐观，公司还处于亏损阶段，账面上的资金也所剩不多。而且当时正是中国互联网的寒冬时期，私募股权机构对投资互联网都比较谨慎。面对谨慎的凯雷，双方的谈判持续了四、五个月时间。最后，凯雷提出了投资的前提条件：收购现代运通公司成功。最终在2000年11月，携程与现代运通公司达成收购协议，携程也因此成功完成了第三轮融资。

在2000年底凯雷亚洲董事长祖文萃主张投资携程时，这个项目并不为同行所看好。但在一年后，携程旅行网实现赢利，2002年全年营业收入超过10亿元。更让众多私募投资机构出乎意料的是，携程网在2003年9月就完成了在NASDAQ市场的上市，发行价为18美元，收盘价34美元，涨幅近90%，公司总市值达到5.5亿美元以上。对携程旅行网的投资，令凯雷获得了超过14倍的高额回报。在这项经典案例中，凯雷表现出了惊人的判断力。

案例解密

携程旅行网从1999年创办到2003年上市，前后不足5年的时间，这的确是一个快速成长的企业，而且这还正好处于当时的互联网泡沫破灭时期。携程旅行网的成功，一方面，得益于其成熟的商业模式，携程成立时，几个创立者的初衷就是想借鉴美国旅游网站的经验，做成一个有关旅游的网上百货超市，携程网的创业故事基本属于美国故事中国版的范畴。另一方面，携程旅行网有一个卓越的管理团队，专业机构合理，具有国际视野，拥有敢于面对困难的决心和勇气。

在同行大多不看好携程的背景下，凯雷敢于对其进行投资，表现出了一个老牌私募股权机构出色的判断力。在投资之后，凯雷还利用自身的经验和资源，发挥其在增值服务方面的优势，帮助携程旅行网从一个小规模的创业公司，快速成长为一个各方面都具有国际水准的成熟公司，并积极协助其在美国上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 3i 公司：草原上又发现一颗新星

英国3i公司和小肥羊企业概况

“小肥羊”是一家由自然人发起设立的股份制民营餐饮企业，1999年，第一家火锅店在内蒙包头市开业。2001年，“小肥羊”在河北省设立全国第一家省级总代理店，开始了以加盟为主的快速扩张，以平均三天一家的速度在内地开设分店，至2005年底，加盟店的数量达到了582家，直营店增加到了136家。据小肥羊的官方资料，截至2009年2月28日，小肥羊在中国拥有130家自营餐厅及246家特许经营餐厅，在中国香港、中国澳门及海外拥有20多家餐厅。

3i公司是一家有60年历史的、在伦敦交易所上市的投资公司，资产总规模超过110亿美元，投资超过14000家公司，每年的投资金额超过20亿美元。2004年，3i在中国投资分众传媒800万美元、海湾集团2050万美元，这两家企业在美国和中国香港上市后，3i于2006年成功退出，其收益在500%以上。

3i与小肥羊的合作

随着小肥羊的快速扩张，公司在资金、管理、人才等方面的问题逐渐暴露出来，如果这些发展中的问题得不到解决，公司将无法实现进一步的健康发展，为此，小肥羊需要引入新的投资者。3i公司对小肥羊的发展模式也饶有兴趣，2005年8月份，3i公司的一位项目经理来到了“小肥羊”包头总部，双方一拍即合，达成初步的投资意向。之后，3i公司聘请了国际著名企业管理咨询公司——罗兰贝格，对“小肥羊”进行了全方位的“诊断”，并提出了今后发展的方向和重点。另外，3i公司还利用其在国际餐饮行业的背景，为“小肥羊”牵线，“引进”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了两名有着丰富行业经验的独立董事：一名是肯德基中国香港公司前行政总裁，另一名是美国汉堡王的前总裁。2006年6月，小肥羊向3i公司和Prax Capital（普凯基金）发行2011年到期的可赎回可换股债券2500万美元，3i和Prax Capital分别为2000万和500万。该笔债权拥有与股权同等的权力，如董事会参与权等。并且，双方还有一条协议：如果小肥羊在2008年9月30日之前实现IPO，则该笔债权将在上市前夕自动转换成普通股；如果小肥羊未能在此之前实现IPO，则投资方按照约定的利率到期收回本金及利息。2008年5月15日，3i及Prax Capital共同行使可转换债券权利，将可转换债券转换成小肥羊20.25%及5.06%的股权。

公司上市与投资退出

2008年6月12日，筹备多日的小肥羊终于登陆港交所，首日挂牌交易。据小肥羊的招股说明书显示，小肥羊公开发售2.45亿股份，招股价为3.18港元，而早前的中国香港公开发售，小肥羊受到了市场的热捧，获约35720份申请，合计认购17.64亿股，相当于可供认购股份2451.9万股的约72倍。

而据小肥羊发布的公告显示，此次发售的245188000股中，其中出售旧股70,488,130股，而这些旧股大部为英国3i和Prax Capital所持有的股份。2008年5月，小肥羊向两者配售172751688股和43187922股，按当年两家出资2500万美元的成本计算，其每股实际投资成本约为0.897港元，若以发行价3.18港元计算，英国3i和普凯投资基金向公众出让0.7亿股股票套现，获得超过3倍的回报，至少可获利近5亿港元的纯收益。

案例评析

在小肥羊投资案例中，可以发现私募股权基金投资的几个特点：

第一，在投资之初就约定了退出问题

IPO被称为私募股权基金退出的“黄金通道”。在本案例中，私募股权基金在投资之初就与企业管理层就IPO问题做出了约定，而且投资者在投资之前，小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肥羊已经做好了在境外市场上市的一系列架构安排。

第二，增值管理服务是企业所看重的

小肥羊之所以选择3i和Prax Capital，一方面要吸纳国外的私募股权资金，另一方面是看重他们在国际餐饮业的影响，希望利用它们的增值管理服务，来提高自己的管理水平，开拓国际市场。

第三，投资工具采用可转换债券

可转换债券是私募股权基金规避投资风险的重要工具，在本案例中可转换债券及其相关条款的设计非常典型。

第四，监督协议采用棘轮条款

私募股权基金为控制企业家的道德风险，对未来经营业绩进行“对赌”，对企业家进行激励和约束，非常严厉。这种方法经常被境外私募股权基金在内地投资时采用，其目的是为了转移经营风险，本案例也采用了对赌协议，只是对赌标的是企业在2008年9月之前上市。

6. 软银在盛大网络的完美退出

软银与盛大的合作背景

盛大网络的创始人陈天桥在1999年股市的“5·19”井喷行情中掘到了第一桶金。1999年11月，他与夫人一起从证券公司出来，用第一桶金的50万人民币，和弟弟及其另外两个志同道合的朋友，正式注册了“上海盛大万国发展有限公司”。盛大网络做的第一件事情是创办stma.eocm网，以动画、卡通为主，还开出了“天堂硅谷”的虚拟社区。他们的网络卡通在短短几个月中竟拥有了100万左右的注册用户，公司网页点击率也呈几何级数递增。初创的成功使他们产生了对资本的渴求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盛大网络第一次牵手资本是其与中华网的合作。中华网公司是亚洲最大并在全球享有盛誉的综合互联网公司，于1999年7月在美国纳斯达克上市，是第一家在纳斯达克上市的中国概念互联网公司。2000年1月，中华网公司向盛大注入了300万美元资金，公司在获得资本后步入了快速发展的道路。盛大网络与投资方中华网的矛盾很快就显现出来。中华网希望盛大网络在动画行业发展，并以此为中心展开经营业务，而陈天桥此时已经倾心网络游戏，并与一家韩国网络游戏生产商AocSzOFT开始积极接触。双方的意见分歧令中华网失去耐心，眼看着自己的投资一天一天被耗尽，只好痛苦地决定撤资。

随后，陈天桥继续与那家名叫ActozSOFT的韩国公司谈判。2001年6月末，双方达成了授权协议，盛大网络用30万美元的入门费和27%的分成获得运营权，而此时离中华网撤资还不到一个月的时间。盛大网络与ActozSOFT的合作仅维持2年，最终因为《传奇》的版权及游戏“外观”问题而合作破裂，恰在此时，本案例的另一主角软银亚洲闪电登场。

软银对盛大的投资历程

在盛大网络与ActozSOFT发生争执的整个过程中，软银亚洲作为旁观者，对盛大网络进行了深入的考察，也许正是这场危机使盛大网络的核心管理团队无意中向软银亚洲展现了其优秀品质和巨大的发展潜力。因此，当ActozSOFT向外界宣布终止与盛大网络的合作时，软银亚洲的评估人员就与盛大网络的管理团队坐在了一起。

2003年3月初，软银亚洲向盛大网络投资4000万美元，取得盛大网络25.1%的股权。有了资金的盛大网络加紧了自己研发的新游戏《传奇世界》的制作。4月，《传奇世界》开始内测，7月进入公测，9月同时在线人数突破30万，10月开始收费。按照双方的规划，投资人的4000万美元主要用来收购欧美的一些游戏开发公司，弥补盛大在游戏开发能力上的弱势，打造盛大完整的游戏产业链条。从2003年开始，盛大网络就开始了其收购活动。在日本，盛大网络投资当地的网络游戏公司Botech公司，在美国，盛大网络收购了当今全球两大游戏引擎研发公司之一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的Znoa公司。在国内，盛大网络在成都、深圳、上海等地收编了近十家公司，几乎把当时从软银亚洲募集的4000万美元全部用做了收购。伴随着这些收购的进行，极大地增强了盛大网络的游戏开发能力。

2004年5月13日，在进行了一系列收购、兼并，以及引入唐骏总裁、变更公司治理结构等一系列准备之后，盛大比原计划推迟一天登陆纳斯达克，在把发行价削减了15%至11美元以后，盛大通过首次公开招股融资1.524亿美元，当天收报于11.97美元。在上市过程中，盛大网络东共发行了1385万股美国信托凭证，其中由盛大新发行数量为960万股，由老股东抛出用于套现的股票为420万余股。这一股数大大低于早前盛大招股说明书所计划发行的1730余万股。

尽管如此，2005年7月软银成功地退出盛大，兑现5.6亿美元，从4000万到5.6个亿，不到三年，投资收益高达1400%。此举使得软银亚洲摘得了“中国最佳创业投资机构”的年度桂冠，投资盛大也成为2004年度中国创业投资的最佳退出案例。

案例解密

2003年投资中国互动游戏产业巨头盛大网络4000万美元是软银亚洲的最大手笔。在众多实力雄厚的门户网站争相加入网络游戏竞争的情况下，如果没有这次融资，盛大很可能成为一个过早衰退的行业先烈。而软银的适时出现及资金注入，无疑使时刻处于舆论争议核心的盛大保住了自己在中国网络游戏业界排名第一的位置。总的来说，软银亚洲对于盛大的投资，可以说代表了当时投资网络的一种大的趋势。因此，对行业的看好和对盛大领先优势的认同几乎就成为软银亚洲投资的全部原因。盛大自身稳定可靠的赢利模式和优秀的运营团队是获得投资的关键所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 华平对汇源的始乱终弃：看不到回报就要适时退出

汇源公司的发展历程

北京汇源饮料食品集团有限公司（汇源公司）成立于1992年，是主营果、蔬汁及果、蔬汁饮料的大型现代化企业集团。汇源集团一直奉行“营养大众、惠及三农”的企业使命，在全国各地创建了20多家现代化工厂，链结了100多个、300多万亩名特优水果、无公害水果、A级绿色水果生产基地和标准化示范果园；建立了遍布全国的营销服务网络，构建了一个庞大的水果产业化经营体系。

2007年2月23日，国内最大的果汁生产商汇源果汁在中国香港联交所正式挂牌交易，当日以9港元开盘，此后不断攀升，最高曾见10.06港元。全日成交3.19亿股，成交金额30.48亿港元，最终收于9.98港元，较其首次公开募股（（IPO）价格6港元大幅上涨66%。通过海外IPO，汇源果汁正式进入国际资本市场，不仅仅是支持其发展的现金流得到了极大的补充，同时还获取了更广泛的国际化资源。

华平对汇源的投资

2006年6月28日，中国汇源控股分两批发行了合共85000000美元于2011年6月28日到期的可转换债券。第一批可置换债券20000000美元，发行对象为DPF投资者及VPL投资者，以置换2006年4月的可转换债券。第二批2006年6月可转换债券65000000美元，发行对象为华平基金投资者。2006年12月31日，中国汇源控股向华平基金,额外发行价值675000美元的可转换债券，作为实物利息付款。根据债券与股份互换协议，汇源的上市实体中国汇源果汁集团有限公司同意于上市临近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日，向债券持有人发行合共85675000美元于2011年6月28日到期的可转换债券，以置换债券持有人持有的2006年6月可转换债券。可转换债券的条款及条件与2006年6月可转换债券的条款及条件相同。

根据协议，汇源果汁同时还提供了控股股东的表现保证。具体条款是：公司的股股东朱新礼承诺，截至2006年12月31日及2007年12月31日止两个年度中国汇源果汁饮料集团有限公司每股赢利的算术平均数，少于相当于人民250,000,000元除以该公司当时已发行股本总额计算的金额，或截至2007年12月31日的每股赢利，少于相当于人民币310,000,0000元除以公司当时已发行股本总额计算的金额，则向该等持有人转让汇源公司所持数量的普通股，以向各债券持有人做出补偿,这实际上也是一个对赌协议。

汇源公司的业绩表现

在华平投资后，汇源公司的业绩表现并不理想。根据年报的披露，汇源公司2006 ~ 2008年的主要财务数据如表9-1所示。

表9-1　2006-2008年度汇源公司的主要财务数据

年度	收入（百万元）	净利润（百万元）	每股净利（元）	净资产收益率（%）
2006A	2066	222	0.268	14.3
2007A	2656	320	0.219	20.6
2008A	2666	248	0.169	5.3

从表中数据可以看出，2008年与往年相比，公司销售收入增长缓慢，净利润和净资产收益率都有大幅度下降。这也直接导致了汇源在证券市场的表现差强人意。这表明汇源在市场开拓、分销渠道管理能力方面的不足，其产品线的单一也是造成这种局面的一个重要原因。对于华平来说，汇源公司的业绩下滑将为其退出带来很大的困难，投资风险逐渐显现出来。在这种情况下，能够找到一个有实力的战略投资者，由战略投资者来接盘，是华平退出的最佳选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可口可乐对汇源的收购

2008年9月3日，汇源果汁发布公告称，荷银将代表可口可乐公司全资子公司Atlantic Industries以约179.2亿港元收购汇源果汁集团有限公司全部已发行股份及全部未行使可转换债券，可口可乐提出的每股现金作价为12.2港元。根据规定，如果此次交易完成，汇源果汁将成为Atlantic Industries的全资子公司，并将撤销汇源股份的上市地位。公告称，如果收购完成，可口可乐公司有意让汇源继续经营其现有业务。

2009年3月18日，中国商务部以“对竞争产生不利影响”为由，否决了可口可乐公司收购汇源果汁的申请。次日，汇源果汁股价由前一交易日的8.30港元急挫至3.99港元，远低于5.10港元的换股价格，华平基金对汇源果汁投资出现了630万元美元的浮亏。商务部反对可口可乐公司收购中国汇源公司的理由有以下三点：

（1）收购完成后，可口可乐公司有能力将其在碳酸软饮料市场上的支配地位传导到果汁饮料市场，对现有果汁饮料企业产生排除、限制竞争效果，进而损害饮料消费者的合法权益。

（2）品牌是影响饮料市场有效竞争的关键因素，收购完成后，可口可乐公司通过控制“美汁源”和“汇源”两个知名果汁品牌，对果汁市场控制力将明显增强，加之其在碳酸饮料市场已有的支配地位及相应的传导效应，收购将使潜在竞争对手进入果汁饮料市场的障碍明显提高。

（3）收购挤压了国内中小型果汁企业生存空间，抑制了国内企业在果汁饮料市场参与竞争和自主创新的能力，给中国果汁饮料市场有效竞争格局造成不良影响，不利于中国果汁行业的持续健康发展。

华平在汇源的无奈退出

在可口可乐收购汇源案被否后，华平失去了借助战略投资者接盘套现的机会。2009年5月末，在临近2009年6月28日的可换股最后期限时，华平选择终止投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资。据中国香港联交所披露，在5月19日，华平旗下汇源果汁权益出现变动，持股量从1.02亿股下降到354万股，从6.98%下降至0.24%，华平将其转到了苏格兰银行名下。苏格兰银行自2007年汇源上市时即作为经纪商，为华平“代持”权益。而在5月22日，苏格兰银行已经清仓。

案例分析

无疑，华平对汇源的投资不能算做是一个成功的案例，其原因主要在于以下几点：

第一，汇源公司的核心竞争力不强，在投资后的业绩下滑是造成本次投资失败的根本原因。自汇源创立以来，一直以汇源品牌主打市场，此后一系列新品牌推广并未获得成功。陆续推出的他加她饮料、真鲜橙、真果粒和奇异王果均未获得成功，同时，公司的营销网络建设也跟不上发展的需要。

第二，没有妥善处理好和战略投资者、创业者的关系。在华平投资之初，与其共同投资汇源的还有达能公司，在公司上市后，达能持有汇源24%的股份，为第二大股东。根据达能在中国的投资风格，他们是想通过资本运作最终获取汇源的控制权。但市场环境的不利变化，抑或是由于公司创始人的抵制，达能在汇源的收购并不成功，最终也选择了退出。

第三，选择由可口可乐收购汇源，但最终被国家商务部否决，华平和可口可乐的并购策略有些操之过急，也低估了并购中的政治阻力。跨国公司对中国传统饮料品牌的控制，早已引起国人的敏感和批评，这次可口可乐突然提出收购汇源100%股权，自然会触及国人民族情节的敏感神经。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 不是所有人都在笑：PPG服装网络直销公司的倒下

PPG的来历

PPG全称为批批吉服饰上海有限公司，成立于2005年10月，是一家以男士衬衫为主的互联网销售公司。成立之初，PPG即凭借“轻资产”的电子商务模式对中国传统衬衫零售渠道发起了猛烈冲击。以现代化的网络平台和呼叫中心为依托，配合先进的供应链和配送系统，PPG省却了复杂臃肿的传统衬衫零售渠道。加上铺天盖地的广告宣传推广，仅仅一年多时间，PPG便实现日销售男士衬衫1万多件的成绩。这个数字非常接近中国衬衫业老大雅戈尔集团的日销售水平。

PPG的商业模式并不复杂，它没有工厂、不设分销渠道、也没有店铺，因而省掉了传统服装企业绝大部分的固定资产投资。同时，PPG把生产、物流配送、质检等环节全部外包，自己仅仅管理供应链和呼叫中心，消费者通过广告和邮件目录获得产品信息，然后通过互联网或呼叫中心完成订购交易。

PPG的融资历程

自成立以来，PPG累计获得三轮总值3600万美元的私募股权投资，集富亚洲、上海华盈、凯鹏华盈及三山资本等是其主要投资方。

（1）2006年8月，上海华盈和集富亚洲共同投资PPG600万美元，这是PPG获得的首轮投资。

（2）2007年4月，上海华盈和集富亚洲及凯鹏华盈第二轮投资PPG1500万美元，获得PPG 22%股份。根据这一数据，可以推算出PPG在本轮融资前的公司估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值已经超过了5000万美元。

（3）2007年12月，PPG完成了第三轮融资，三山资本投入1500万美元，获得PPG 10%股份。由此可以估算PPG在本轮融资前的估值已经达到了1.35亿美元，公司估值的提升速度实在惊人。

PPG的经营危机

借助于铺天盖地的地毯式广告投放，以及较低的营销成本和超低的零售价格，PPG迅速赢得了市场。但这种快速发展的商业模式也迅速地遭遇到危机。

尽管有私募股权基金的帮助，但这也不足以维持PPG近亿元的庞大广告开支。面对现金流紧张的窘境，PPG一边继续拖欠广告商的钱，一方面说动上游供应商和送货公司，采取滞后付款模式，集中力量将资金用在广告的投放上。在PPG快速发展时期，上游和下游的合作伙伴，被PPG的上升势头所吸引，纷纷支持PPG。但这种负债发展模式很快导致公司的资金链出现问题。

PPG的快速扩张给行业带来了强烈的示范效应，B2C模式的优势在男士服装领域被迅速发酵和放大，更多的竞争对手迫不及待地复制这个进入门槛并不高的直销模式，2007年下半年，同类企业猛增到30多家。其中，保鸟和凡客与PPG的竞争最为激烈。

2007年8月，前身为报喜鸟的衬衫新品牌宝鸟突然挺进男装直销，推出777元的“5件衬衫和2件T恤”礼包出售；在PPG还没有做出反应之前，宝鸟又紧接着推出169元的衬衫和109元的毛料混纺T恤出售。宝鸟在广告方面也攻势凶猛，在国内主要的平面媒体上，宝鸟专门挑选与PPG相邻的版面打广告。这让PPG损失惨重，PPG在北京市场份额很快下降了3成。

就在与宝鸟难分难解之时，一个新对手——凡客又意外出现。2007年10月18日，凡客一出手便大张旗鼓地在国内市场做起了半版彩色广告，并打出全棉生活概念，而当时全棉概念开始逐渐走红，正迎合了流行趋势。在价格上，凡客推出68元体验价格，全棉的定位和低于PPG的零售价格，直接导致了PPG的用户被分流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面对咄咄逼人的宝鸟和凡客，PPG决定开发更多的产品。PPG随即也推出了迎风群岛系列、苏格兰休闲系列、海岛棉系列、高支棉系列，但因为成本原因，这并没有形成对凡客的竞争优势。

就在与竞争对手难分难解之时，新的问题又出现了。因为价格战无暇顾及质量，加上PPG长期拖欠厂家货款导致供货商积极性降低，产品质量下降，很多消费者反映服装尺寸不对和味道严重，严重缩水退色等问题。10月初，投诉渲染到了网络，随后向传统媒体蔓延。消费者的投诉引起PPG 对于上游供应商的不满，PPG决定对其进行资金制约，拒绝支付虎豹制衣400多万欠款，同时也拒绝支付另一家供货商卓越织造2000多万元的欠款。双方的对峙引起供货商的连锁反应，7家供货商纷纷抵制PPG，要求现款现货，因为PPG无法满足供货商的要求，导致供货商更大的抵触，频繁出现质量问题不仅得不到解决，原来24小时就能完成的生产，一周都不能完成。这对于麻烦不断的PPG来说，无疑雪上加霜。

PPG的倒下

2007年12月PPG开通特卖网站，对全线产品进行3 ~ 5折特价促销。PPG甩卖，被很多媒体解读为PPG资金链出现断裂的表现，一时之间，PPG可能面临倒闭的消息，传遍了整个服装行业。这加剧了供应商和广告商对PPG还债能力的质疑。2008年1月卓越织造将拖欠千万元的PPG起诉到法院，随后虎豹制衣、中润传媒、艾普广告也提起法律诉讼，PPG又接二连三地当上被告。

在一片质疑声中，PPG开始了最后的自救。PPG一方面安抚消费者，宣布获得了三山公司的3000万美元新投资。同时，PPG准备再掀起一次价格战。但对于PPG“再次获得巨额注资”的消息，被三山公司否认。而PPG最后的降价促销，市场反响一片冷清，每天的订单寥寥无几。进入2009年，PPG的危机进一步深化。定单被延期生产，快递企业见款发货。消费者收不到订货，已经成了PPG经常发生的事情。大势已去的PPG终于无法找到摆脱舆论纠葛和债务纠纷的办法。2010年1月，被上海地方法院判处经济赔偿债务成立，PPG在银行180万的存款被冻结，公司剩余物资也被搬走。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资PPG：究竟错在哪里

PPG的破产，令私募股权基金的投资血本无归，也引发了业界对于该项投资的反思。网上也出现了“PPG倒下后VANCL（凡客）能走多远”的讨论，纷纷对PPG这种轻资产的网上直销模式提出了质疑。凡客没有跟随PPG倒下，而是在不断将这种网上直销的商业模式发扬光大。事实表明，PPG的倒下，问题不在于错误的商业模式，而在于人。

就在PPG陷入危机时，PPG的CEO李亮将公司仅有的2000多万美元资金转移到美国，宣称要在美国重新打造一个PPG营销中心，但他到美国后将2000万美元几乎投资在了固定资产上，国内PPG始终处于半死不活的状态，而李亮出走美国后就再也没有在国内出现，也没有出面解决PPG的一系列债务纠纷。以至于国内各大媒体上关于“PPG创始人李亮携款2000万美元潜逃”的报道纷至沓来。在困难面前，创始人采取的这种逃避的态度最终将PPG推向了绝路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十章

创造的不只是神话

——私募在中国的前行之路

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前中国经济正处于结构调整和发展方式转变的关键时期，私募股权基金在中国经济调结构转方式的大潮中必定大有用武之地。在我国资本市场上，股权分置改革的成功和创业板市场的推出，为私募股权基金的投资项目退出打开了方便之门。十年磨一剑的创业板市场推出后，高成长的中小企业受到证券市场投资者的青睐和追捧，动辄七八十倍的市盈率也形成了显著的赚钱效用，极大地激发了投资者参与私募股权基金的热情。可以预见，私募股权基金在中国已经进入高速发展的轨道，而且这种发展的趋势还会在很长的一段时期内延续。但是，私募股权基金的前进之路不会是一帆风顺的，还会遭遇到很多挫折和打击。无论如何有一点是肯定的，道路是曲折的，前途是光明的。

1. 爱你没商量：充分认识 PE 在我国经济发展中的战略意义

作为一种新兴的投融资形式，私募股权基金对中国金融市场乃至整体经济的健康发展具有重要作用。

PE拓宽了金融对经济的支持作用

PE已经成为资本市场的重要组成部分，在美国等发达国家较好地发挥了金融服务功能，每年投资额已占到GDP的4%～5%，成为仅次于银行贷款和公开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市的重要融资手段。在我国，这一功能也在不断彰显。我国民间和机构资本丰富，存在资本流动性过剩问题，而我国金融市场却缺乏组合市场各种要素的金融工具，证券市场和债券市场还不能满足企业发展的需要，融资难的瓶颈一直制约着中小企业的发展。而各种类型的私募股权基金为企业成长和扩张均提供了良好的金融中介服务，填补了商业银行贷款和证券融资因条件约束带来的金融服务空白，大大提高了金融对经济的配置效率，推动了我国经济的发展。

PE的发展有助于我国融资结构的优化

当前我国宏观经济的突出矛盾是流动性过剩，但这种过剩并不是绝对过剩，中国的大量领域仍然资金不足，只是相对过剩。产生过剩的一个重要原因，是我国的金融市场发展的不均衡，服务于传统成熟企业的金融市场发展较为充分，但服务于初创型和成长型企业的金融市场发展不成熟，这其中的一个重要方面就是私募股权市场发展的落后。大力发展私募股权基金意义重大。

PE投资以企业成长潜力和效率作为选择的原则，能够使整个社会的稀缺资源的配置效率大幅度提高。从投资者的角度来看，PE能够合理引导这些资金的投向，通过专家管理进行股权投资获得较高的投资回报，拓宽投资者的投资渠道，进而丰富投资理财品种。完善资本市场结构；从融资者的角度来看，若这些企业能够获得PE的支持，可以大大削弱该企业对银行贷款资金的依赖性，在某种程度上减轻金融风险过度集中于商业银行的状况。在间接融资方面，由于各种制度性安排，中小企业获得银行贷款的难度远甚于大型企业；就直接融资而言，无论是发债还是股票上市，各种资源也都是有利于大企业而不是中小企业。在这种情况下，本土PE发展壮大，对中小企业融资难问题的解决将发挥巨大作用。

PE的发展进一步推动公司治理结构的完善

PE可以帮助企业改善股东结构，同时建立起有利于上市的治理结构监管体系、法律框架和财务制度。无论是国有企业还是民营企业，企业普遍不愿意让出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其控制权。国有企业控制权的出让有赖于突破制度“瓶颈”，民营企业控制权的出让有待于民营企业创始人的观念转变，这都需要时间。PE的进入可以加快国有企业和民营企业产权社会化的步伐。民营企业可以在保留相对的所有权和相对的控制权的情况下适度开放产权，适量吸收PE等外来资本，逐步淡化企业的家族色彩。PE的进入会使我国上市公司和未上市公司的质量和公司治理水平得到提高，这种提高不是来自监管外部的压力，而是来自公司内部。通过聘请较高水平的中介机构、定向聘请有经验的高管人员、派出董事、协议约定等方式，使PE所投资的公司在治理水平上有明显的改善，这对我国资本市场的发展有着基础性的作用和长远的示范意义。

PE有助于提高储蓄向投资转化的效率，增加群众的财产性收入

私募股权投资可以帮助国内居民分享经济成长的成果。由于私募股权投资的运作原则多为长期持有企业股权，通过培育企业价值而获取较高收益，因而其不但在宏观上具有引导长期投资的功能，更能帮助投资者实现与经济同步增长的收益。我国正处于经济增长的黄金期间，巨大的消费市场和日益完善的投资环境为各类企业的发展提供良好的基础。这种大好局面吸引了诸多国外投资机构到中国淘金。许多国外的私募股权投资基金通过投资国内企业股权，在三到五年甚至更短的时间内获得了几倍乃至几十倍的回报。而国内居民的资金由于缺乏相应的投资平台与投资能力，只能拥挤到股市和房地产市场中。发展国内私募股权投资可以用基金等形式聚集国内居民的空闲资金，通过自身的专业优势来参股具有良好成长性的企业，从而使居民财富与被投资企业的价值共同增长，使更多的国内居民分享中国经济增长的红利，增加国内居民的财产性收入。

PE有利于突破中小企业融资瓶颈，优化国家整体产业结构

当前我国的经济结构已出现“超重”的特点。发达国家重化工业在发展的最顶峰时期占工业产值的比重为65%，而中国重化工业比重已达70%。重化工业具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有自我循环和自我加强的性质，而我们的金融体系也是明显向这个产业倾斜。因为这个行业以大中型国有企业为主，而现有金融渠道也主要向大中型国有企业敞开。相比较急需发展的现代服务业、高新技术产业、各类消费品制造业和消费服务业，大都以中小企业和民营企业为主。而现有的金融体系却没有为他们提供相应的融资渠道。这是中小企业与银行间以债权债务法律关系为基础所形成的传统借贷款模式中，风险与收益不对称所决定的：中小企业资产规模、资本金等方面存在的制约与不足，一般难以向银行提供足以进行信用增级的抵押和质押物，加之管理上透明度和规范化的缺失，都普遍达不到银行防范风险的标准。而银行向中小企业贷款，在利息和成本刚性的条件下，承担上述风险的同时却没有获得相应的风险溢价，自然要回避此类交易。即使引入担保公司等进行外部信用增级，也难以改善中小企业的整体信用水平。由于担保公司必须向中小企业收取足以补偿风险的担保费用，使得中小企业面临较高的资金成本，反过来又直接影响和降低了中小企业的偿债能力，造成中小企业和担保公司的整体信用水平下降。因而，长期困扰经济界的中小企业融资问题不可能局限于间接融资方式中得到解决。而通过公开市场募集资金，对于绝大多数中小企业则存在门槛过高、周期长和成本压力大等现实困难。而私募股权投资基金恰能适应中小企业融资的需求。私募股权投资基金通过购买成长性良好企业的股权，满足其不同发展阶段的资金需求。基金方通过参与管理对企业的发展战略、组织构架、管理团队、业务流程等方面进行调整改善，帮助企业降低风险、提高价值。私募股权投资基金还运用“对赌”协议等杠杆激励措施，将企业管理层利益与投资者利益捆绑，激发其管理和创新能力的发挥。私募股权投资基金通过将不同行业、地区和发展阶段的投资项目进行组合，以最大限度地降低非系统性风险。

PE有利于企业的业务重组和资本市场的良性循环

我国正处于工业化中期，这一阶段是产业和企业大规模重组的时期，是培育世界领先企业和优秀企业的最重要时期，也是对资本需求最为旺盛的时期。缺乏有效的股权融资渠道，已成为产业升级、优势企业做强做大的一个障碍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权投资还有助于促进资本市场的良性循环。通过被投资企业上市来实现所拥有股权的市场价值，是私募股权投资变现退出的重要渠道。为实现这一目标，私募股权投资管理人都要严格筛选投资目标，并为企业发展度身订制合理的成长路径。于是，私募股权基金作为一种市场监控力量，对公司治理结构的完善将发挥重要的推动作用，为以后的企业上市在内部治理结构和内控机制方面创造良好的条件。通过私募股权投资的发展，将为包括主板、中小板和创业板的各类公开资本市场提供优质的备选上市企业资源，从而提高上市企业的内在素质和持续发展能力，形成资本市场的良性循环。

2. 春暖花开：有利于私募成长的现实环境

机遇与挑战共存是后危机时代的主题，我国PE行业的发展也面临着挑战，也有其发展成长有利的现实环境。

国际经济调整复苏中的机遇

在后危机时代，“美国消费，中国制造，中东和俄罗斯提供资源”的世界经济增长模式正在发生深刻变化，全球范围内的结构调整方兴未艾，国际产业分工、贸易方式和资本流向也在发生重大变化。改革开放30多年，我国经济发展取得了令世人瞩目的成就，已经成为对世界所有主要经济体具有影响力的国家。因此，在后危机时代我国可以利用国际经济调整复苏的机会谋求国际地位的提升；利用全球资本市场价值重估的时机，在发达国家金融市场进行股权投资；利用充足的资金开展跨国并购。在此过程中，本土PE可以协助国内企业走出国门，参与中国资源、能源企业的全球化布局，抓住后危机时代市场消费提振、实体经济复苏的发展趋势和经济调整过程中的投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内经济发展与转型中的机遇

为应对危机，政府投资了4万亿元并出台了一系列宏观调控政策，使中国经济增速成功“保八”。但随即到来的信贷扩张、楼市泡沫、通货膨胀的副作用表明，中国经济继续以出口贸易和政府固定资产投资为导向的经济增长模式已难以为继。调整经济增长结构、转变经济发展方式已成为中国经济发展刻不容缓的紧要任务。在国内经济转型与发展的过程中，PE将大有可为：国内经济结构调整将涌现一批新兴行业和企业，出现更多的投资机会；经济结构调整需要PE的资金支持，相关政策将更有利于其发展；PE可以发挥产业投资和产业整合的优势，获得新兴产业的超额创新收益和产业整合的协同效应收益。

我国资本市场快速发展带来的机遇

我国资本市场从无到有，规模从小到大经历了跌宕起伏的过程，取得了很大成绩：资本市场给投资者提供了投资的渠道、投资的机会，改变了中国的融资体系和融资方式，促进了我国经济的市场化和国际化；我国资本市场筹资额不断扩大，上市公司数量不断增加，上市公司质量得到提高，资本市场在中国经济和企业发展过程中的地位和作用越来越重要。对于PE来说，股权分置改革和创业板市场的推出，彻底清除了私募股权投资在资本市场中退出的障碍，极大地改善了私募股权基金发展的市场环境。在股权分置时代，私募股权基金所投资的股权，在企业上市后属于不可流通的法人股，不能在公开市场上流通和转让，私募股权基金无法在证券市场上实现退出，而股权分置改革完成后，所有股份在度过禁售期后，都可以自由转让。创业板市场的设立，为大量的高成长中小企业的上市打通了一条光明大道，私募股权基金的退出周期大大缩短。根据清科中心的研究数据，2011年上半年中国企业境内上市数量中创业板占比近半，如图10-1所示。创业板市场所带来的财富效应也使广大投资者对私募股权投资刮目相看，私募股权投资被很多人看做“快速致富”的一条捷径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

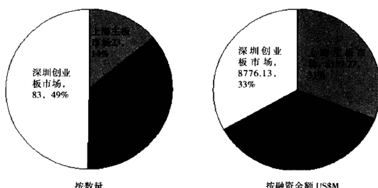


图10-1　2011年上半年中国内地资本市场IPO情况

国内潜力巨大的市场带来的机遇

我国已成为当今世界最具活力的新兴市场之一，拥有13亿人的庞大基数，具备了巨大的消费需求潜力。我国经济高速发展的同时，城市化进程也在高速跟进，大量的农村人口不断向城市转移，新的消费需求空间也随之产生。随着国家政策向农村的倾斜，占人口大多数的农民生活水平不断提高，农村正在由温饱向小康生活迈进，对耐用消费品需求将进入快速增长的阶段。与农村人口相比，城镇居民的收人增长也使消费升级具备了一定的条件。城乡居民消费结构的变化，消费领域的进一步拓宽，消费层次的升级，都将成为我国支撑国民经济稳定快速增长的重要动力。此外，伴随着西部大开发，东北老工业区振兴，全面建设小康社会的进程，在基础设施建设、区域经济发展、技术水平升级转化等方面的投资需求也同样蕴涵巨大潜力。后危机时代，这些潜力将获得释放，涌现出大量的投资机会，为我国PE的发展壮大提供难得的机遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 终于写就的神话：中国本土强势的私募公司

不可否认，本土PE投资额与国外重量级PE大碗相比，确实不是在一个量级上，但本土PE也已经获得了长足的发展，其中的佼佼者当属鼎辉投资、弘毅投资等。

弘毅投资

弘毅投资成立于2003年，是联想控股有限公司旗下从事股权投资及管理业务的专业公司。弘毅两个字取自《论语·泰伯第八》：“士不可以不弘毅，任重而道远。”也就是作为一个有志之士，不能不具有广阔的胸怀和一直非凡的品格。

弘毅投资管理着美元和人民币两类基金，截至2010年，总资金规模超过300亿元人民币。弘毅人民币基金的投资人由中国领先的金融机构和著名民营企业家构成，联想控股为基金发起人，全国社保基金为主要投资人；弘毅美元基金的投资人包括来自北美、欧洲、亚洲、澳洲的全球著名投资机构。

弘毅投资专注中国市场，以“增值服务，价值创造“为核心投资理念，业务涵盖并购投资、成长型投资与跨境投资，投资的企业包括国有企业、民营企业和海外公司，已先后在建材、医药、装备制造、消费品、新能源、新材料、商业连锁、文化传媒、金融服务等多个行业进行了投资，打造了多个领先企业。2010年被投企业资产总额5300亿元，整体销售额1220亿元，利税总额180亿元，这些企业为社会提供了超过16万个就业岗位。

弘毅投资有以下几个特点：

第一，有比较明确的投资领域。弘毅投资主要围绕国有企业改制展开。一方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面，社会主义市场经济条件下，国有经济要从竞争性行业退出，而退出需要支付一定的成本费，这使得国企改制隐含着丰厚的利润，这为弘毅投资提供了机会；另一方面，国有企业历史遗留问题较多，债务、担保、下岗职工、离退休职工、土地使用权归属、与地方政府关系等问题盘根错节，这使的外资企业深感畏惧，不敢贸然投资。但弘毅不同，内资企业，联想招牌，尽管资金也来自国外，但没有人会把弘毅并购与国家经济不安全挂起钩来，这是由中国国情决定的弘毅相对于外资PE的优势。

第二，充分发挥品牌效应。联想是中国的优秀企业，受到中国政府、企业和消费者的信任。弘毅投资作为联想控股的子公司，必然会笼罩上联想辉煌的光环。弘毅投资充分发挥这一作用，充分实现“大树底下好乘凉”的效应。

第三，“和”为贵，注重和目标企业的良好关系。有些外资企业凭着自己的资金实力，对目标企业管理过多，指手画脚，盛气凌人，这往往会导致投资者和被投资者之间关系紧张，这实际上偏离了并购的最终目标。弘毅投资注重被投企业的利益，与被投企业管理层之间尽量保持着和谐关系。

第四，弘毅投资在融、投、管、退四个环节中，把主要任务放在“管”上。弘毅投资在并购国企的过程中，在管理方面有自己的创新，具体包括四个方面：一是改变原有管理体制，建立新的决策和激励机制；二是让核心经理层持股；三是帮助被投企业融资，改变债务结构，把短债改为长债，把高息改为低息，甚至帮助上市融资；四是帮助企业走向国际市场。通过这四个方面的管理，优化了被投企业的财务结构，提高了企业效率，扩大了企业利润。

鼎晖投资

鼎晖私募股权基金成立于2002年，是一支拥有丰富国内国际股权投资和资本运作经验的基金管理团队，取得了优秀的投资业绩。鼎晖私募股权基金管理着40多亿美元的资产，已经投资了50多家中国知名品牌企业，其中多家已经在国内外成功上市。目前鼎晖私募股权基金正在投资其美元基金和人民币基金，积极寻求与中国最优秀的企业管理团队合作，致力于将企业发展成为中国最具竞争力的行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业领导者。

鼎辉投资在目标选择上遵循三个基本原则：一是被投企业所处的行业是一个有发展潜力的行业；二是该企业是在这一行业中比较有竞争力的企业；三是鼎辉投资的行业必须是能够准确把握的行业。

鼎辉投资最显著的一个特点是和大型国外PE大腕结伴而行，很少单独行动。有些人把这种投资特点归结为“傍大款”。关于这一点，鼎辉创投高级合伙人王功权这样讲道：“就资历、经验而言，本土PE的网络、渠道和政府资源，加上国际PE的行业经验和技巧，配合起来效果可能更好。”这样的投资特点，一方面可以发挥不同投资企业的优势，将更多的优质资源组合在一起，推动项目成功运转；另一方面，可以避免同业之间的恶性竞争。

深圳市创新投资集团

强大的股东背景会聚超群的资本实力——25亿元人民币注册资本和高达118.8亿元人民币的可投资能力，造就了中国资本规模最大、投资能力最强的本土创业投资机构。深圳市创新投资集团有限公司主要股东包括深圳市国有资产监督管理局、深圳市星河房地产开发有限公司、上海大众公用事业集团股份有限公司、福建七匹狼集团有限公司、深圳市立业集团有限公司、广东电力发展股份有限公司、深圳市亿鑫投资有限公司、深圳市福田投资发展公司等。它拥有国内创业投资行业唯一一家博士后工作站，为公司投资决策提供研究支持与人才补充。他们还在北京、上海、香港、深圳、重庆、苏州、西安、郑州、成都、武汉、杭州、合肥、长春、洛阳、大连、威海、青岛、无锡、厦门、中 山、湘潭、南通、萍乡、淄博、常州、武进、湖州长兴、襄樊、潍坊、泉州等地设有分支机构或区域性引导基金，项目资源丰富，合作伙伴遍及全国。1999年至2010年11月，集团在IT技术/芯片、光机电/先进制造、消费品/物流/连锁服务、生物医药、能源/环保、新材料/化工、互联网/新媒体等领域投资321个项目，总投资额逾74亿元人民币，年平均回报率达36%。

该公司的主要投资策略为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

①以投资成长型企业为主，合理搭配投资组合，力争风险最小化和收益最大化；

②加强与外资创投的合作，提高资源互补和增值服务能力；

③建立引导基金网络，提升搜寻项目和联合投资的能力；

④内部专业化分工，提高项目识别、投资管理和服务的能力；

⑤早、中、晚三个阶段齐头并进，寻找有快速成长潜质的项目；

⑥不仅关注制造业、高科技行业，还同时关注服务业、物流业等具有创新特质的领域；

⑦加强投资后的服务能力：解决问题的资源整合；资本运作服务；

⑧打造投资产业链和价值链，降低服务成本，提高服务效率。

深圳市达晨创业投资有限公司自2000年成立以来，以其雄厚实力、优良业绩和专业精神已发展成为创业投资界的主流机构，2001年至2010年连续10年当选为“中国风险投资50强”，2009年综合排名第二，并被深圳市创业投资同业公会推举为副会长单位，同时被深圳国际商会推举为副会长单位。伴随着中国创投行业的风雨起伏，达晨创投始终坚持不懈、积极探索，坚信创投的美好未来。过去10年间，达晨创投成功投资了100多家优质企业，并为企业提供了极具价值的增值服务，其中的17家已成功上市。与此同时，达晨创投精于管理，注重文化，尊重人才，视人才为最大财富，充分体现“人力资本”的价值，达晨极具人文特色的企业文化聚集了一批优秀的人才队伍，他们为达晨的事业兢兢业业，忠诚奉献！随着中国多层次资本市场的建立，以“同洲电子”成功上市为标志，历经风雨的本土创投终于拉开了国内资本市场退出的序幕，迎来了生机勃勃的春天！

达晨创投的主要投资理念为：

①以外资眼光看项目、以内资手法做项目；

②好项目+好价格；

③专业专注，不熟不做；

④开放性、共赢性；

⑤精中选精，优中选优；

⑥投资就是服务，与被投企业共成长；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资标准为：

①看团队，团队占是否值得投资的比重达50%；

②看行业，是否足够大，是否属于国家鼓励支持的范围；

③看商业模式，是否有创新；

④看技术水平，是否领先；

⑤看行业地位，被投企业须是行业或子行业前3名；

深圳市同创伟业创业投资有限公司成立于2000年6月26日，注册资本10000万元人民币，是中国第一批专业创业投资公司，公司长期专注创业企业投资，是中国投资协会创业投资专业委员会副会长单位，深圳创业投资同业公会副会长单位，是天津私募基金协会发起理事单位，深圳金融顾问协会副会长单位。同创伟业自成立10年来，旗下设立了4只基金，管理资金规模过30亿元人民币，管理资产规模45亿元，是国内最为活跃的本土品牌的民营创投企业之一。公司自成立以来以投资为切入点，致力于扶持新能源、新材料、通信电子、环境保护等新兴高科技企业和新型消费服务业的发展，先后投资了60余家企业，不断为中国资本市场推出优质上市企业，均在细分行业保持龙头地位。截至2010年6月，已有17家投资企业成功上市。

同创伟业的主要投资理念为：投资于细分行业龙头优势企业。主要考察目标企业是否具备广阔市场空间、自身快速成长能力、良好的商业模式和行业地位，考察企业是否拥有优秀的团队、良好的公司治理和基本规范的财务运营。

投资原则：在把握行业发展大方向的基础上，以成长性和前瞻性作为导向，确保项目的上市成功或成功退出。稳健投资，注意安全性，注重投资组合，分散风险，强调投资管理和投资服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 遍地荆棘：私募在中国发展中遇到的障碍

在中国私募股权投资市场呈现良好发展态势的同时，我们还应清醒地认识到，目前中国私募股权投资市场面临着许多问题的困扰，主要表现在以下方面。

国际金融危机导致中国资本市场的不确定性增加

从国际来看，主要经济体虽然有稳定迹象，但经济基本面仍不牢靠。美欧日失业率居高不下，消费者信心指数低迷。许多国家的货币兑美元的比价都在升值，这使得世界通货膨胀的负面影响逐渐加大。在次贷危机余波仍存、欧债危机尚未根本改善的情况下，这些不确定性因素交互作用，风险值得关注。同时，国际资本流向出现了更大的不确定性，从而导致股市频繁波动，投资者信心减弱。国际金融环境变化对我国的影响主要体现在三个方面：一是美元贬值加大了人民币升值的压力；二是资本市场的不确定性继续增加，投资者面临的风险加大；三是导致我国产品出口环境恶化，使国内经济增长受到较大限制。这些因素都会影响中国资本市场的运行，并最终作用到中国私募股权投资市场。从国内来看，除了面临外部环境波动的影响外，人民币升值、经济结构调整、通货膨胀压力等为经济带来较大的不确定性。经济环境的不确定性对我国PE市场的影响是整体性的，我国PE发展将面临以下困难：市场信心低迷，市场紧缩；机构投资者调整资产配置，风险较大的股权投资配置下降；企业经营更加困难，创业受挫，投资机会减少；已投资项目可能面临更大的风险；项目退出困难，市场估值水平下降，收益受影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权投资市场的法制环境不够完善

中国私募股权投资发展长期处于法律监管真空的状态。目前，我国还没有出台专门规范私募股权投资基金的法律。在基金立法之初，人大常委会曾经拟出台“投资基金法”以规范证券投资基金和私募股权投资基金，最终因为市场环境的不完善和投资实践的不足，证券投资基金法单独出台。目前，在中国私募股权投资基金领域，不论是投资者还是基金管理者，都对于目前的法律真空表示了一定的忧虑。由于没有相应的法律规范，有些投资者对这种基金形式的合法性持怀疑态度，也对私募融资和非法集资的界限感到难以把握。

《合伙企业法》的修订，为私募股权基金发展奠定了法律基础，采取有限合伙制可能是未来私募股权投资基金的主流。修改后的《合伙企业法》保证了有限合伙制的合法地位，也在一定程度上解决了双重税收的问题，对于规范私募股权基金投资者和经营者之间的权利义务关系具有非常重要的作用。但对于私募股权基金发展，《合伙企业法》仍旧存在一些局限性。此外，私募股权投资基金目前还面临一些法律问题需要出台细则加以明确。例如，有限合伙企业的注册程序，有限合伙企业能否成为股份有限公司的发起人，普通合伙人的主体资格是机构还是个人等等。可见，现行的法律制度还存在一系列需要加以研究、完善和解决的问题。

私募股权投资的退出机制不健全

私募股权基金运作的主要目的是“以退为进，为卖而买”。融资、筛选项目和退出是私募股权投资基金投资运作的重要步骤，三者环环相扣，任何环节的脱节都会影响整个项目的进度和赢利。本土私募股权投资基金曾处于“两头在外”的尴尬境地，尽管股权分制改革后中国市场实现了跨越式发展，但由于中国尚未建立多层次资本市场体系，没有真正的柜台市场，主板市场对上市企业有较高的门槛，且上市成本高。创业板市场的成功启动对于私募股权投资来说是一个利好消息，但创业板是否能成为纳斯达克的追随者而非像日本创业板那样被迫关闭，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要监管部门和投资者的共同努力。

另外，国内私募股权投资的市场退出机制仍不完善。一般来说私募股权基金有四种退出渠道，即上市、协议转让、回购以及破产清算。比较以上四种退出渠道，破产清算自然是PE机构最不愿意看到的。协议转让包括两种方式，一是转让给其他投资者，二是收购兼并。在国家政策鼓励的大环境下，收购兼并活动近年来深入我国各个产业领域，因此这种退出方式在近年来会逐渐呈现出上升趋势。然而，协议转让方式比较适合于大型PE机构，对于小型PE机构而言，由于它们缺乏资金实力与人力资本去从事兼并收购活动，他们最热衷的是寻找到即将上市的且上市成功率较大的企业，通过各种关系分得投资配额，因此对他们来说，通过兼并收购实现退出并不具有可行性。回购退出是一种比较特殊的退出渠道，一般是双方在合同中约定回购条款，当约定事项出现时，投资人通过将股权出售给企业或者原股东实现资本和收益的回收。一般当企业不愿意股权外流于其他主体时，企业会倾向于签署这样的回购条款。上市是我国本土私募股权基金最希望获得的退出渠道，因为在当前我国国内IPO市盈率高企环境下，上市能够给投资者带来最为可观的收益。据统计，2010年1 ~ 6月中国国内市场PE回报情况为：1月，在境内上市的9家PE支持企业中，15家PE机构平均获利13.2l倍；2月，在境内上市的9家PE支持企业中，19家PE机构平均获利9.95倍；3月，在境内上市的13家PE支持企业中，19家PE机构平均获利10.68倍；4月，在境内上市的10家PE支持企业中，23家PE机构平均获利27.02倍；5月，在境内上市的9家PE支持企业中，17家PE平均获利高达30.74倍；6月，在境内上市的15家PE支持企业中，34家PE平均获利高达8.6倍。虽然私募股权投资基金以IPO方式退出可以为投资者带来最大的收益，但是我国国内以IPO作出私募股权基金主流退出方式的现状，至少会导致两个后果：其一，由于能够上市的企业毕竟只是少数，而PE机构的数量日益增多，投资于上市前企业的私募股权基金数量激增、竞争日益激烈。这不仅造成整个私募股权基金产业发展的无序性，而且使得私募股权基金促进中小企业发展的初衷无法实现。其二，提供了一个权利寻租的“温床”。一些能够拿到即将上市企业股份的个人或机构成为PE基金热衷结交或搜寻的对象，甚至不惜以贿赂方式从特殊的人物手中获得可以实现快速增值的股权。综上可见，我国本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

土私募股权基金过于热衷IPO退出方式的现状，不仅反映出大量本土PE机构缺乏长期投资意识、急功近利的不良职业心态，而且也是滋生PE腐败的根源和驱动力，急需政府给予科学和理性的引导和管理。

税负问题

虽然目前各地对私募股权投资基金的税收采取了一些优惠措施，但总体上私募股权投资者所承担的税负仍然过高。

首先是双重征税问题。对于公司制的私募股权投资基金来说，其投资收益除了需要缴纳企业所得税外，投资人在获得收益分配时还需要缴纳个人所得税，因而具有双重征税的问题。而对于有限合伙制的私募股权基金来说，虽然此类型基金不是法人，在企业层面不需要缴纳所得税，只需要在投资收益分配给投资人时缴纳所得税，能够避免双重征税，但却无法享受公司制基金的一些税收抵扣优惠政策。税负过高问题严重制约了本土私募股权投资基金的发展，为此，很多公司选择在海外注册也是不得已而为之的选择，而同时大多数私募股权基金的员工都努力把自己停留在我国内地的时间控制在每年180天以内，以此来避税。

其次是税率不公平问题。机构投资者和个人投资者同样的投资，税率不同，收益不同，存在对个人投资者的歧视。

还有就是整体税负过重，对投资者税负减免力度不够。

缺乏专业的投资管理人才

专业的投资管理人才是PE机构成功的必备要素。综观全球大型的私募股权基金，家家都有一支和谐团队，每一只团队都是由三类人组成：第一类，社会名流；第二类，投资精英；第三类，管理精英。这三类人分工明确、优势互补。其中社会名流主要负责资金的募集和投资标的两个方面；投资精英主要负责深入分析投资项目，提供投资决策依据；管理精英主要负责PE机构的管理事务，包括执行投资交易合同以及维系与投资标企业的良好关系。然而，本土私募股权基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了某些大型的PE机构，例如，鼎晖投资、中信资本、弘毅投资等，绝大多数的PE机构都将上述几类人才混合使用，某些超小型的PE机构甚至全无投资和管理人才，投资人兼任管理人的角色，不仅自己投钱，而且还肩负着看项目以及管理基金的重任。这种现状当然与我国PE行业管理人才缺乏的现实有关，毕竟私募股权基金在中国的大范围兴起是在2005年之后才开始的．五年的发展历程实在无法产生出质量过硬的专业人才。然而，PE机构缺少专业投资管理人才的后果则是相当严重的。对于PE机构本身而言，缺乏专业人才的保驾护航，投资风险系数自然飙升，投资人的收益乃至本金也无法得到有效保障。在资本市场总体环境良好的情况下，缺乏专业人才的PE机构也许只是“少赚”或者“不赚”的问题，一旦投资环境恶化，这类PE机构就有可能遭遇血本无归的惨痛失败。而对于PE行业而言，缺乏专业人才不利于PE行业的长期良性发展，更为严重的后果是，缺乏专业人才的管理，众多PE机构只是简单地热衷于寻找即将上市的企业作为投资对象，或者热衷于通过各类社会关系从大型PE机构分得投资配额，以求得以最小的风险和最快的速度获得尽可能多的收益。即这种缺乏专业投资人才的PE机构也助长了我国本土PE机构的投机倾向。这不仅不利于我国PE队伍的建设，也容易形成PE行业无序竞争的恶劣后果，最终将阻碍我国PE行业的健康发展。此外，尤其需要指出的是，无论是从境外PE机构设立的普遍目的看，还是从我国政府发展私募股权基金的初衷分析，对投资对象进行科学管理都是PE机构的重要使命之一。PE机构通过注资以及管理行为，提高目标企业的经营管理水平和竞争能力，使之产生良好业绩，进而提升其内在价值，最终实现资本利得。正是从这个角度上看，我国私募股权基金的发展有助于特定行业的重组、产业结构的调整及经济转型的实现。

私募股权基金份额流通困难

由于私募股权基金的投资期限较长、专业性强及管理制度上的要求．在国际市场上主要投资者为一些长期机构投资者。在中国，由于金融业的监管较严格，掌握大量资本的金融机构、社保基金等不是不能投资于私募股权基金。就是投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额度受到严格控制。这使得本土PE基金的发展受到限制．民营和个人资本成为基金的主要资金来源。民营和个人投资者投资能力有限，投资经验不足，难以承担期限风险，希望获取短期高额回报。甚至一些本土投资者希望参与项目决策，使得基金在管理上过于分散化，效率和专业化程度降低。如果所有的投资者均希望通过一定的形式参与到投资决策中．那也就意味着中国还不存在PE机构成长的合适土壤。因此可以说，不成熟的投资者可能是目前中国PE发展的最大障碍。私募股权投资的特征之一就是资本流动性差。由于私募股权投资是中长期持有被投资企业的股权，所以私募股权投资以资本流动性差为特征，他们追求在资本相对不流动中实现投资收益。然而，虽然资本流动性差是私募股权投资的特征之一，但是该特征并不是一个优点，反而是一个缺陷。在国外私募股权基金成熟国家，都存在私募股权投资的二级市场，即专门让LP转让自己的出资份额的市场。PE二级市场可以极大地提高私募股权投资的流动性，而且还可以发挥市场对私募股权基金份额的定价功能，从而促进私募股权投资市场的健康发展。然而，目前在我国私募股权基金产业中，二级市场还没有出现，私募股权投资的流动性很差，这种情况也成为导致我国一些本土LP不愿意涉足私募股权投资的原因之一。

基金管理人信誉的缺失

根据国外经验，私募股权投资基金管理人的信誉和投资业绩非常重要。良好的品牌和历史业绩大大减少了管理人道德风险和投资失败的可能性。只有具备品牌效应的管理人才能吸引投资者出资，募集到需要的资金。而目前本土私募股权基金还处于起步阶段。除了一些具备深厚背景、有了一定发展历史的知名基金公司外，众多的民营基金缺乏良好信誉和投资业绩。没有业绩或者没有信用纪录的民营基金管理人，基本上没有募集到资金的可能。同时，由于中国资本市场高市盈率的蛋糕诱引，更多的非专业人士加入了这一行列。他们缺乏对行业研判的扎实投资经验与功底．单纯依靠一、二级市场估值的巨大差距，很多基金在招募文件中甚至提出几倍的业绩预测。但从长期来看，国际资本市场上私募股权的年度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均收益率仅与公开市场的年度平均收益率持平，维持在10%～15%的平均业绩。这些都增加了投资的风险性。私募股权基金的发展离不开高度的市场信用，我国目前市场经济中却恰恰缺少这种高度的市场信用。这与我国长期以来并没有注意培育市场信用有关，也就造成了私募股权基金对社会信用的需求与我国市场信用极度缺乏之间的矛盾。

5. 当前 PE 的冷思考：对策

加快私募股权基金的法规建设

我国目前除了在《证券投资基金法》中对公募证券投资基金的管理人有法律规范外，还没有制定专门的法律对资产管理机构进行统一规范。我国有许多金融机构和非金融机构都在从事资产管理业务，但没有统一的法规对其监管，更没有对私募股权基金的相关立法。因此，应该尽快制定针对资产管理机构的统一法规，明确私募股权基金的地位和发展思路，在法律和政策层面明确基金管理公司与投资者等各方利益主体的进入门槛，确定私募股权基金的监管部门，明确各部门的责任，确立监管原则，扫清阻碍私募股权基金健康发展的法律屏障。

首先，应加快制定和出台《股权投资基金法》，明确PE的法律地位。对PE的内涵和募集方式，基金的设立、运作、期限和退出加以规范，明确PE参与主体的资格和义务，同时还应包括国家对于PE的政策导向、优惠措施等。

其次，完善与PE发展相关的法律法规。在《股权投资基金法》制定过程中，比较现实的做法是对现有法律法规的完善。根据PE不同的组织形式，完善与之对应的《公司法》、《合伙企业法》和《信托法》。为PE发展扫清法律制度障碍。

最后，加强配套政策的完善。我国新修订的《合伙企业法》已经生效，但相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应的配套政策措施仍然滞后，需要尽快完善，一是进一步明确税收政策和操作方法，完善有关有限合伙企业个人纳税申报等具体操作流程的指导和规定；二是进一步统一和明确工商注册的程序，形成全国统一的标准。

完善多层次的资本市场体系

我国本土的私募股权基金在运营时往往采用在国外免税地设立壳公司的方法，然后反向收购我国本土企业实现海外上市，虽然这种模式是金融创新，但也表明了我国资本市场资源的匮乏。我国目前市场体系中的各组成部分的发展极不均衡，以银行中长期信贷市场为主导的间接融资大大超过证券市场的直接融资；在直接融资的资本市场上，从事股权交易的场外市场发展不足，创业板市场规模太小。因此，我国应借鉴国际多层次资本市场体系的构建经验，立足于我国的资本市场结构的现实状况，应该在统筹考虑资本市场合理布局和功能定位的基础上，逐步建立满足不同类型企业融资需求的多层次资本市场体系；要继续规范和发展主板市场，对现存的主板市场与其他市场的关系、服务对象和市场设立的位置和覆盖范围进行重新定位；协调创业板市场和主板市场、场外交易市场的关系，壮大创业板市场规模；规范场外交易，逐步完善主板市场上市公司的结构，为私募股权基金参与股权定向增发创造条件；完善投融资机制，拓展企业融资渠道，增加私募股权基金退出通道；完善和探索统一监管下的股权转让制度；积极拓展发行市场的运营方式，充分利用信息技术和网络创新系统，建立场内市场和场外市场相结合的市场体系；构建全国性市场和区域性市场相结合的统一市场体系，满足经济生活中多层次的资金需求，从而形成一个以公募投融资形式为主的高层次资本市场与以私募形式为主的私募股权市场并重的资本市场体系。

优先发展民营资本，打造我国PE品牌

民营企业在公司治理、办公效率、激励机制、市场触觉和经营业绩等方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有明显的优势。在政府艰难推进PE发展的时候，民间资本显示出其一贯的敏锐、灵活和速度。虽然迟迟得不到官方的肯定和鼓励而长期处于艰难的境况中，民间资本早已千方百计地通过各种渠道从事PE运作，力量虽小，却取得了骄人的成绩。我国的PE行业难免要经历一场国退民进的革命。市场化的民营PE将成为我国PE发展的重要力量，他们与外资PE在运营机制等方面有较大的可比性，因此外资PE可以为我国民营PE起到一定的示范效应。PE可以在美国取得长足发展的重要原因是其信用程度高，基金管理人依靠其长时期的投资经验和良好的投资业绩，建立了自身的品牌和信誉，以其投资组合和理念吸引到一批资金雄厚、具有较高风险承受能力的投资者，双方的合作不仅基于契约，更重要的是基于对特定PE品牌的信任。目前来看，打造我国PE品牌可从以下几个方面着手：第一，找到自身优势，明确市场定位，专注于自身有优势的领域进行投资。我国本土PE自身的优势在于：熟悉本土市场的实际情况，拥有广泛的社会关系和政府资源，适应当前我国的文化、市场规则和信用状况，更容易辨别合作伙伴的优劣。第二，将战略眼光放远，设立长期发展战略，认真对待每个项目并与关联企业保持友善的合作关系，确立良好的信誉和市场形象。第三，逐渐完善服务，利用自身积累的经验和广泛的人脉为企业运营和公司治理提供策略性建议和附加服务。

鼓励发展外资PE，加强同业合作与学习

国内私募股权投资在与当地的产业、政府之间的关系上较国际私募股权基金有优势，但在品牌、资金实力、项目运作上与国际私募股权基金相比处于劣势，应该尝试与国际私募股权基金进行战略合作，以实现“双赢”。许多国际主流私募股权基金也在开始推行本土化策略，通过各种形式实现“落地”。在合作中，各个基金可以发挥其各自在行业、政府关系、管理、技术等方面的优势，使本土PE取得更多的投资机会，积累更多的投资经验，并逐步提高本土PE的影响力和竞争力。外资PE的到来不但推动了相关法律法规、资本市场的进步和完善，也唤醒了睡梦中的我国PE产业。对于资金实力不足、缺乏海外上市经验的本土PE来说，与国外大型优势的私募股权基金的长期合作既是不得已而为之，也是一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战略。经过几轮的合作和熟悉之后，“偷师学艺”的我国PE所能取得的进步，恐怕是自身摸索数年也难以收获的。“师夷长技以自强”应该作为较长一段时间我国本土PE发展壮大的选择。

建设良好的社会信用体系

国际经验表明，良好的社会信用体系是PE行业得以长期发展的重要原因之一。基金管理人的品牌和信誉是投资人选择基金的最重要标准之一，只有那些信誉良好的基金经理人，加上好的投资理念和投资组合能力才能吸引有投资愿望、资金雄厚又有一定风险承受能力的投资者。因此，在我国PE发展中，应该注重信用制度的建设以及信用体系的完善，并以此为基础，建立起适合我国国情的管理制度和运作机制。国内的评级机制已经有了雏形，比如，杂志、报刊等公共媒体已开始建立，另外像清科研究中心这样一些专业调查公司，以及全国工商联并购公会等中介组织都已开始这方面的工作，但仍需大力发展。

扩大投资PE的资金来源

在我国大型的机构投资者还比较少，造成本土基金的规模普遍较小，在市场竞争中处于劣势，可以采取如下措施解决这一问题，首先，放开对养老基金、保险基金等机构投资者的限制，进一步扩大机构投资者的范围，提高机构投资者投资私募股权的资金比例限制；其次，允许并鼓励民间资本以机构投资者的身份进入PE行业；最后，大力鼓励国外资本参与PE投资，促进本土PE发展，形成国资、民资、外资的多层次市场资金注入，发展壮大本土基金的规模。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 对私募股权基金监管

私募股权基金监管的国际经验

从国际经验来看，对于私募股权基金的监管，美国以规范投资人为主，而英国则以监管基金管理人为主。虽然方法不同，但必要的监管都是不可或缺的。目前我国对私募股权基金监管的倾向性还是加强对基金管理人的监管。无论是公募投资基金还是私募投资基金，其特点都是专家理财，所以对管理机构的培育和监管至关重要。无论是小范围私募的方式还是采取大范围公募的方式，都是社会投资者把自己的资产交给管理团队来管理。一个基金运作成功的关键就在于管理团队的素质，所以政府所关心和监管的应该是该管理团队的素质、信用和能力。因此，我国应在明确监管部门的前提下，设立专门的私募管理部门，将对基金公司的管理和对投资管理人的管理结合起来。设立相应的私募股权投资协会，通过行业自律的形式加强对投资管理人的管理。我国PE监管模式的构建需要结合国情，不宜完全照搬国外的监管形式。我国的市场化程度不如美国，单纯依靠法律难以达到最好的监管效果；英国由于其基金业起步早，发展成熟，因而自律监管的模式与我国PE行业刚刚起步仍然较为脆弱的状况不相适应；而日本那种严格的政府监管模式不利于金融市场的自由化发展。在借鉴国外经验的基础上，可以构建我国“法律框架约束下政府监管与行业自律相结合”的监管模式，即在制定和完善相关法律法规的基础上，明确或设立相应的专门监管机构，专门对PE尤其是PE的发行和交易活动进行管理，同时设立全国性的PE行业协会，加强行业自律，双管齐下为本土基金健康发展保驾护航。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后危机时代对PE监管的加强

在私募股权产业最为发达的美国，随着私募股权基金募集资金和投资规模的迅猛增加，近年来政府部门开始加强了对私募股权产业的监管。特别是这次金融危机发生之后，社会各界对加强私募股权基金监管的呼声比以往更高了。例如美国证券交易委员会（SEC）提出，要将私募股权基金纳入1940年投资顾问法管辖范围而对其进行监管；而另一个私募股权基金产业的成熟国家英国，在2007年11月推出了由戴维·沃克尔负责起草的《英国私募股权投资信息披露和透明度的指导方针》，设计了“全面而完善的私募股权投资的信息披露制度”。为此，我国一些学者以及实践操作者开始呼吁我国政府应该采取严厉监管措施杜绝本土私募股权基金发展过程中出现的诸多问题。但是同时，另一种监管思路则认为目前我国监管机构，应该在鼓励私募股权基金快速发展的前提下采取适度监督的原则。笔者赞同后一种监管方式。这是因为，一国对于私募股权产业的监管尺度应该根据该国私募股权基金发展水平而定。对于我国而言，整个私募股权产业方兴未艾，尤其是纯粹本土的私募股权基金正是“小荷才露尖尖角”之时，整个私募股权产业以及本土私募股权基金对于我国整体经济社会的健康发展正在起到积极的推动作用。这时，我国政府监管部门应该秉承在积极鼓励的前提下适度监督的原则，既大力推进本土私募股权基金的快速发展，同时对于其发展过程中可能出现的问题要给予适度监督与管理。

加强私募股权投资的监管及行业自律建设

要进一步健全私募股权投资的法制法规体系，有针对性地修改《公司法》、《证券法》、《合伙企业法》、《创业投资企业管理暂行办法》等相关法规。应完善私募股权投资的信息披露制度和第三方托管制度，规范私募股权投资的运行。应尽快建立私募股权投资的自律组织，使行业自律组织能有效地约束和规范私募股权投资的运行。

实施审慎性的金融监管，以间接监管为主，强调外部监管与内部监管的有机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结合，建立私募股权基金登记、信息披露和风险揭示制度，充分调动和发挥私募股权基金自身的积极作用，真正将政府监管与私募股权基金内部管理灵活有机地结合起来。要在有效控制金融机构道德风险的前提下，强化基金托管人地位的独立性、权力及法律责任，对私募股权基金投融资施加限制，控制单个私募股权基金风险所涉及的投资者数量和分布面，降低私募股权基金的财务杠杆比率，确保金融市场完整和降低系统性风险。要加强对广大投资者的教育和引导，不允许没有自我保护能力和风险承受能力的投资者参与私募股权基金。随着我国私募股权产业的快速发展，各类弊端与问题也不断出现，例如，近来讨论比较热烈的PE腐败以及GP内部人跟投问题，对于私募股权产业加强监管的呼声开始越发高涨，我国PE的监管应进一步加强和完善。

7. 政府在推进私募股权基金发展中的作用

去行政化，坚持市场化的取向

在当前国有金融体制改革尚未最后完成，仍存在着大量的行政化色彩，如何尽快地推动PE市场的发展，就应该坚持市场化的发展道路，推动国有金融体制的市场化步伐。PE的生命力在于市场化的运作，为了短期发展而牺牲市场化，必然会给PE的长期发展带来隐患。因此，我国PE的发展应坚持市场化方向，在对PE的监管上，应采取备案制，限制投资者的数量和范围，但对其投资范围、投资对象、运作模式不能做过多干预。我国本土私募股权基金的发展要考虑效率问题、激励制度、机制问题，必须坚持市场化的运行模式，并要坚持适度的政府引导、协调与监管。要在坚持对外开放的基础上，立足于本土市场的发展，建立本土的私募股权投资市场。随着国内资本市场的发展，私募股权投资已经历了境外募集资金、境外退出“两头在外”的阶段，进入资金募集大多依靠境外、越来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越多的公司上市地点选在A股市场的阶段。随着国内居民金融资产不断累积以及人民币的持续升值，人民币基金的规模和数量会进一步增加，境内募集境内退出将逐渐成为国内PE发展的主要模式。

适度发展政府基金，发挥政府示范作用

在我国PE行业的发展初期，政府的推动无疑是必要的。从2006年12月渤海产业投资基金的成立开始，国务院共批准了10只产业投资基金进行组建，融资规模约1400亿元，起到了一定的示范作用。如果没有中比基金、渤海产业投资基金等PE的设立与试点，我国将依然缺少PE的平台，社保、商业银行、保险公司等机构投资者对于PE的认识也不会像今天这样深入。但政府主导的模式在实践中也凸显了一些问题，比如行政命令与市场化运作之间的矛盾，基金投向受到地域限制，缺乏激励机制，难以吸引一流管理人才等等。因此，随着我国PE行业进一步发展，政府角色应逐步由主导变为引导。在国内实践中，随着2008年10月由发改委、财政部、商务部制定的《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》正式出台，解决了长期困扰引导基金的“规范化”问题，政府参与模式逐步完善，引导基金将在国内PE市场的发展中起到更大的作用。

政府推进要体现中国模式的特征

政府推进，就是要遵循并体现出中国模式的特征，发挥政府强大的资源调度功能和引导功能等，促进行业发展，同时还应注意不影响市场效率和不与民争利。中国私募股权基金制度构建中，政府功能应该体现以下几个侧重：第一，政府支持应侧重服务，直接参与适度即可。国外的经验表明，服务才是政府的重点，国内的经验也表明，政府参与的效率并不理想。第二，政府的参与应侧重于种子期和早期创业投资，中国后期私募股权投资适度参与即可。早期项目培育是整个私募股权投资基金持续发展的源泉，也是科技成果产业化的关键，同时早期项目的风险性更大、外部性更明显，因而应该是政府的重点所在。第三，政府对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早期项目投资的支持，应侧重于引导和激励，尽量减少直接干预。直接干预的效果可能不会理想，可持续性不强，同时对政府的管理能力和效率也是极大考验。第四，政府在服务过程中，应侧重于解决长期问题，而不是极力解决短期问题。长期的问题包括多层次资本市场建设、公平有效的法律体系、稳定的资金来源、诚信的社会信用环境等。

政府引导基金

目前，我国各地方政府已经建立了多个引导基金，以引导社会资金增加对私募股权投资，特别是创业投资的支持。引导基金是由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，主要通过扶持私募股权投资（创业投资）企业发展，引导社会资金进入私募股权投资（创业投资）领域。

引导基金的概念主要包含两个方面的含义：①引导基金是不以赢利为目的的政策性基金，而非商业性基金。引导基金只在市场失灵领域进行投资，不参与已经充分竞争的市场领域，不与市场争利。引导基金通过一定的让利机制，发挥财政资金的放大作用。②引导基金按市场化原则运作。引导基金的市场化原则，主要体现在以下两个方面：第一是它按有偿方式运作，而非通过拨款、贴息或风险补贴式的无偿方式运作。第二是引导基金主要通过参股或跟进投资的方式对企业进行投资，投资项目的选择、管理和退出都是由商业性的投资机构负责，按照商业利益最大化的市场化原则运作。

引导基金的宗旨是发挥财政资金的杠杆放大效应，增加资本的供给，克服单纯通过市场配置资本的市场失灵问题。引导基金的引导作用具体表现在以下三个方面。

首先是引导基金的杠杆放大效应，增加私募股权投资（创业投资）的资金供给。引导基金作为母基金通过阶段参股、跟进投资、融资担保等方式，调动民间资金、外资、保险、银行等作为投资主体，共同发起设立多元投资主体的私募股权投资（创业投资）企业，形成国有资本、境内民间资本、海外资本共同参与的多元化投资格局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次是引导基金的投资导向作用，引导社会资金增加对早期创业企业和新兴产业的投资。引导基金所扶持的投资企业应主要投向符合国家产业政策、高新技术产业化、具有良好产业前景的新兴产业，如现代农业、新能源产业、先进制造业、循环经济、生物医药等。投资对象主要是处于种子期和初创期的高新技术中小企业。

最后是扶持私募股权投资企业发展的作用。在私募股权投资业的发展初期，投资经验不足，投资管理人才缺乏，在整个金融市场上缺乏竞争力。引导基金在与商业性投资企业的合作中，通过一定的让利机制，扶持私募股权投资企业发展，使其尽快积累投资经验，培育投资管理人队伍，使私募股权投资产业步入良性发展的轨道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考书目

1. 关景欣：《中国私募股权基金法律操作实务》，法律出版社2008年版。
2. 李晓峰：《中国私募股权投资案例教程》，清华大学出版社2010年版。
3. 邹菁：《私募股权基金的募集与运作》法律出版社2009年版。
4. 潘启龙：《私募股权投资实务与案例》，经济科学出版社2009年版。
5. 李昕旸、杨文海：《私募股权投资基金理论与操作》，中国发展出版社2008年版。
6. 陈晓燕：《解密中国私募——16位阳光私募明星访谈录》，中国青年出版社2010年版。
7. 崔凯：《私募掘金》，上海远东出版社2009年版。
8. 朱奇峰：《中国私募股权基金理论、实践与前瞻》，清华大学出版社2010年版。
9. 隋平：《私募股权投资基金法律实务》，法律出版社2010年版。
10. 仇晓慧：《私募江湖》，中信出版社2010年版。
11. 杨兆廷、李吉栋：《自主创新的金融支持体系研究》，经济管理出版社2009年版。
12. 缪跃建、高铁军：《股权基金管理与投资运作》，经济科学出版社2010年版。
13. 郭雳：《美国证券私募发行法律问题研究》，北京大学出版社2004年版。
14. 郭恩才：《解密私募股权基金》，中国金融出版社2008年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解密私募



中国私募的赢利模式和策略

- 架设桥梁时，你坚持载重量为3万磅，但你只准许1万磅的卡车穿梭其间。相同的原则也适用于投资领域。

——巴菲特

- 投资者对一项投资了解得越透彻，他在这项投资上就越有可能成功。他对投资的了解程度和成功的机率是成正比的。

——罗杰斯

- 投资绝不是只为了赚一次钱，而是为了一直赚钱，持续赚钱。如果只是想靠一次投资赚钱，那还不如去赌场。

——彼得·林奇

- 中国人进餐使用的都是筷子，但私募就像是一道精致的复杂的西餐。学会了用筷子吃西餐，中国人才能掌握私募，才能让私募为自己谋利。

——私募基金经理李驰



策划编辑：韩　龙
责任编辑：周宏敏
封面设计：一克米工作室

上架建议：投资/金融

ISBN 978-7-121-17304-2



定价：38.00元